

母婴行业系列研究（二） 品牌篇：

奶粉行业二十年回忆录，国产崛起正当时

母婴行业系列研究的第一篇是需求篇，需求篇的结论是母婴行业最值得投资的是渠道，尤其是母婴零售店**MBS（mother-baby store）**。中国婴幼儿配方奶粉已经进入存量时代。生育率下滑、需求下降导致奶粉销量将逐年萎缩，尤其一线城市需求下滑更明显，奶粉品牌商之间的竞争将会更加激烈。虽然销量萎缩，但产品涨价将是长期趋势，这是中国特色的社会文化和历史因素决定的：历史上的三聚氰胺等事件后，消费者高度依赖品牌为安全背书，其次奶粉还搭载了父母的情感，父母愿意为高端成分支付溢价，婴幼儿配方奶粉在中国的加价率长期高于欧美等发达市场。在“产品涨价+上游竞争加剧”的两大逻辑下，渠道议价能力提高，利润率持续提升。母婴产品的三种渠道分别为KA、电商、MBS，值得投资的是MBS：

1、MBS是一个在2008年之后野蛮生长的业态，其发展逻辑类似于化妆品CS、药房——并不是需求端驱动，更多是上游补贴的结果：2008年三聚氰胺事件后中国的奶粉品牌格局变天，一线市场被进口品牌主导（主要投放KA、电商渠道），而大量国产品牌则转战低线市场，主要投放线下渠道，并大力补贴MBS来推动终端销售，抢占市场。不仅如此，MBS还是大量品类（童装、辅食、护理用品）未来重点投放的渠道，这些品类都和奶粉一样，品牌格局分散，市场空间集中在低线。

2、MBS有一个天然壁垒，决定了这个渠道不会被电商冲击：母婴用品的消费周期短，例如奶粉只有1年左右，品牌高度依赖能够“拉新”的渠道，只有极少数的一线大牌、高性价比的品牌能够在电商上实现转化，但绝大多数品牌仍然依赖线下MBS的销售导购或是丰富的产品组合来拉新。实际上我们观察到，即便进口大牌都在开发MBS专供产品以开拓低线市场。所以电商更多冲击的是KA渠道，而站在当前时点，品牌竞争加剧，MBS的议价能力更强，未来几年MBS利润率都会继续提升。

3、MBS行业的洗牌整合刚刚开始，MBS经营门槛低、ROE高，2012-2018年末全国MBS从5万家翻倍到11万家，大量单体店依靠中小品牌补贴经营。2016年注册制实施后，大量中小奶粉品牌出清，MBS也进入大洗牌阶段。锤炼了经营实力，具备品牌效应的MBS开始加速开店、跨区域扩张，重点关注爱婴室、孩子王。

本篇报告是母婴产业链研究的第二篇“品牌篇”，品牌篇的研究结论是：

1、国产品牌崛起的趋势确立，国产龙头市占率快速提升，而外资面临严峻的增长挑战。

2、生育率下滑，更利于龙头加快收割市场，供应链基础、经营治理能力是企业长期可持续发展的核心要素。

1、国产崛起的证据：三聚氰胺事件后奶粉行业被外资主导。外资市场主要局限在一线，而低线市场需要大力投入渠道建设，多年来外资的下沉战略都并不成功。在出生率下滑的大背景下，奶粉行业的黄金增长时代已经一去不复返，外资集团都开始重点挖掘新业务、新市场的增长机会，例如营养品、特医品类。而国产龙头企业的渠道基础非常扎实，龙头企业经过十多年的砥砺前行，品牌力、产品力都赶超外资品牌。尼尔森数据显示，国产品牌的市占率已经提升至60%，龙头市占率提升尤其明显。

2、国产品牌的两个核心壁垒：供应链实力、企业激励机制和管理文化

三聚氰胺事件后，进口品牌主导市场，而国产品牌排序频繁变化。未来真正能够建立护城河的企业，需要有两大核心竞争力：

第一是供应链基础。外资集团在全球拥有丰富的乳源和加工厂，所以达能即使遇到2013年肉毒杆菌事件，多美滋品牌覆灭，随后也快速通过“爱他美”挽回局面。建设牧场、工厂需要大量资金和时间。在过去十多年里，龙头企业在不懈投入供应链建设，同时国家多项政策大力扶持，部分国产企业在海外乳源大国整合资产，以飞鹤、蒙牛、澳优为代表的企业已经具备了国际一流的供应链实力。

第二是企业经营治理能力。奶粉仍然是一个高度依赖渠道的消费品，品牌沉浮和渠道变革息息相关，而渠道的本质是团队和管理。部分龙头企业经过十多年的发展锤炼，已经建立了成熟管理体系，团队和人才较为稳定，为执行长期发展战略、保证渠道政策的可延续性奠定了基础。

一、历史回顾：中国奶粉行业二十年品牌沉浮录

- 第一阶段（上世纪末-2008年）：行业高速发展，国产品牌领跑市场
- 第二阶段（2008-2013年）：外资主导一线市场，国产品牌守卫区域市场
- 第三阶段（2013-2015年）：渠道风云变化，行业风波不断，品牌排序频繁变化
- 第四阶段（2016年至今）：政策大力支持国产崛起，外资集团开启新增长战略

2006-2007年

*国产排名



2008-2009年

*品牌排名



2013年

*公司排名



2016年

*公司排名



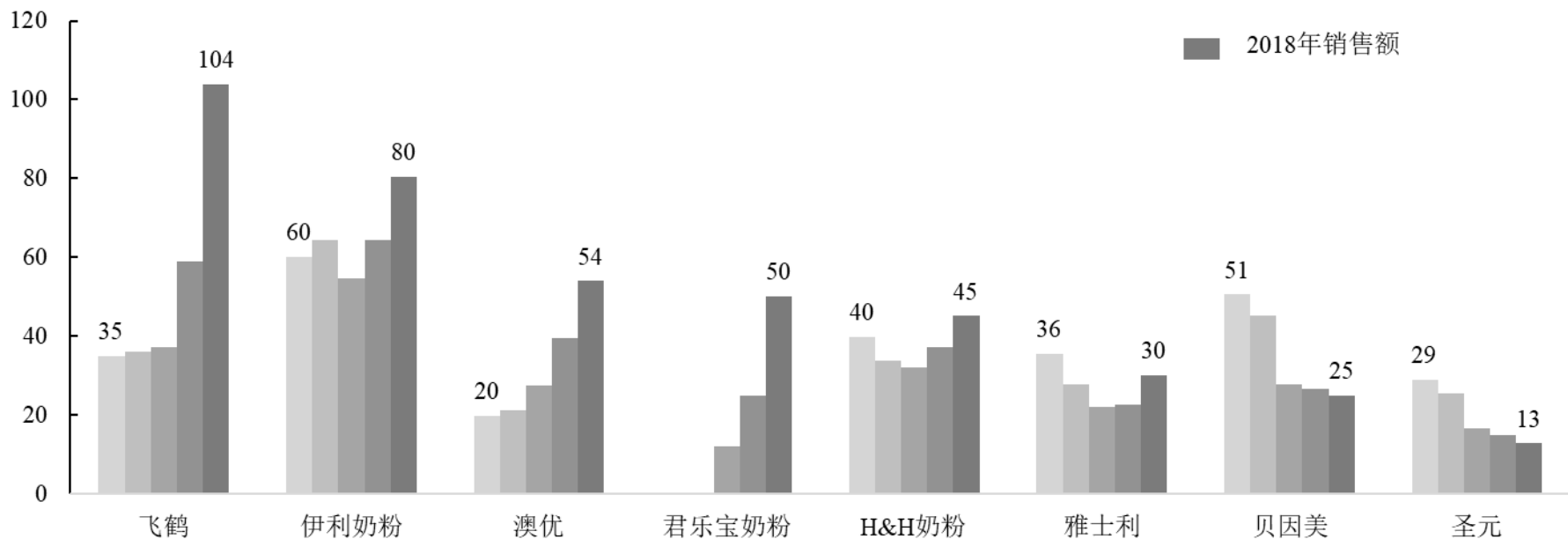
2019年

*公司排名



收入/亿RMB	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
飞鹤	12	14	19	18	21	19	-	35	36	37	59	104
伊利奶粉	27	32	40	46	56	45	55	60	65	55	64	80
澳优	2	4	6	6	6	14	17	20	21	28	39	54
君乐宝奶粉										12	25	50
H&H奶粉	-	0.4	2	8	17	27	38	40	34	32	37	45
雅士利	29	28	26	30	30	37	39	36	28	22	23	30
贝因美	12	19	33	40	47	54	61	51	45	28	27	25
圣元	25	22	20	17	24	19	26	29	26	16	15	13

图表：2013-2018年重点国产品牌奶粉销售额（亿RMB）



资料来源：Euromonitor，AC Nielson，圣元国际、飞鹤、雅士利招股说明书，方正证券研究所

➤ **上世纪八九十年代，第一批国产奶粉品牌诞生，并积淀了区域影响力**

上世纪八九十年代是国产奶粉的发源期，国营乳制品企业在70-80年代研发了喷粉工艺，用于生产麦片、成人奶粉、米糊等产品，并先后创立奶粉品牌。国企改造重组后，一批奶粉品牌开始独立运营，在当地市场建立了品牌知名度，其中的代表品牌包括三鹿、飞鹤、南山、红星、燕山、圣元、完达山、摇篮等。

➤ **1995年，全国性奶粉品牌的诞生，三鹿十余年稳坐行业第一**

三鹿是最先开始全国化运营的奶粉企业，1995年三鹿在央视的黄金时段集中投放全国性广告，取得巨大收效，随后的十余年里，三鹿都是连续销量第一的奶粉品牌。

➤ **8090年代，外资品牌登陆，入华设分公司或建厂**

早在上世纪80年代，惠氏等品牌通过进口打入中国市场，90年代开始有外资企业在中国投资建设工厂，其中包括雀巢（黑龙江、天津）、达能（上海多美滋）、美赞臣（广州）、雅培（药厂1986年），另一部分在华设分公司，其中包括荷兰皇家菲仕兰（美素佳儿）。

➤ **2003-2005年，食品安全事件频发，主推奶粉的“高价高投”模式形成**

中国奶粉第一次大幅涨价发生在2003年前后，带头品牌包括圣元、雅士利、三鹿，首次将每罐价格定在150元左右水平。2004年安徽阜阳大头娃娃事件、2005年雀巢碘超标事件，加深了中国消费者对大品牌的依赖，强化了婴幼儿配方奶粉“高价高投”模式。

➤ **供不应求，龙头开启资本化道路，以满足产能扩张的投入**

打开销路的奶粉品牌在这一阶段扩张产能。不同企业在供应链上的投入方式形成差异：重则全产业链投入（牧场和养殖），或自建工厂，轻则直接通过代工生产方式满足需求。在这一阶段，龙头企业在产品品质、供应链基础上拉开差距，同时也开始寻求融资。

1980s	石家庄牛奶厂创立“三鹿”品牌并生成奶粉 张利钿在潮州创办爱群食品厂（雅士利前身） 美赞臣产品进入中国香港销售 惠氏奶粉通过进口渠道首次进入中国 雀巢在黑龙江双城成立合资公司 黑龙江农垦局下的赵光农场成立飞鹤品牌	2001年	圣元推出婴幼儿奶粉“优博”系列 冷友斌带领飞鹤在黑龙江省克东县投资建厂 贝因美开始生产婴幼儿配方奶粉
1992年	谢宏在杭州创立贝因美，生产米粉	2002年	雅士利推出奶粉副品牌“施恩” 合生元和法国拉曼达成合作销售益生菌 雅培奶粉产品开始在中国超市销售
1993年	美赞臣在广州建设配方奶粉工厂	2003年	澳优和澳大利亚迈高推出“A选”奶粉 王德胜被免去完达山董事长职务，完达山IPO终止
1995年	三鹿率先在央视黄金时段播放广告 雅士利引入喷粉设备并推出正味麦片 魏立华在河北创立君乐宝并销售酸奶 雅培进入中国市场开展业务	2004年	亚华乳业（南山）在新疆合作建奶粉工厂 安徽阜阳“大头娃娃”事件爆发 国家全面严查奶粉企业，约50家企业上黑名单
1996年	雅士利开始生产婴幼儿配方奶粉。 黑龙江农垦局长王德胜整合10家乳企成立完达山 美素佳儿奶粉（荷兰菲仕兰）进入中国 惠氏在广州、上海设立办事处	2005年	完达山引入台湾统一等约10亿人民币投资 圣元在美国纳斯达克上市，同年收购名山乳业 澳优推出“优选”系列配方奶粉 合生元成为儿童益生菌冲剂第一品牌，在广州建厂 雀巢金装成长3+奶粉被检查出“碘超标” 三鹿早产奶事件爆发，酸奶产品被查封
1998年	南山奶粉从湖南省开始拓展全国市场 张亮在青岛创办圣元，此前从事乳清蛋白贸易 张利钿家族正式成立雅士利股份有限公司 赵光乳厂厂长冷友斌收购飞鹤品牌	2006年	南山邀请杨澜代言“喝了不上火”广告 新西兰恒天然入股三鹿，推出安满等系列奶粉 澳优与Tatura推出能力多，以袋鼠妈妈为广告词
1999年	罗飞先生在广州正式创立合生元 三鹿入股酸奶品牌君乐宝34%股权	2007年	飞鹤启动甘南养殖场建设，从澳大利亚购入奶牛 合生元会员系统妈妈100对接到超两万个门店
2000年	美赞臣在中国推出DHA安婴儿系列 完达山开始筹备上市并计划融资4.2亿		

资料来源：Euromonitor，主要公司官网，《中国奶业质量报告》，中国新闻网，方正证券研究所

➤ 三聚氰胺事件后，进口品牌抢占市场，领导多次涨价

2008年，三聚氰胺事件爆发，龙头三鹿从此覆灭，进口品牌快速抢占了一线市场，达能多美滋、雀巢、惠氏、雅培、美赞臣成为领导品牌，甚至一度出现供不应求的现象，以至于国人到香港等地抢购奶粉。外资品牌不断进行成分和概念的创新，推出高端成分的同时品牌势能随之强化，一线奶粉的价格在2013年已经上涨到单罐200元以上。

➤ 国产品牌转向低线市场，“四小龙”成为分地诸侯，贝因美进击全国市场

在局势剧变之中，部分国产品牌转战低线市场。2009年前后，行业陷入激烈的价格战，对大多数品牌都造成了严重冲击。2010年前后国家启动严格乳企清理整顿，在这一轮出清之后，部分国产品牌重新在区域市场站稳脚跟：雅士利主要在华南和中部、南山/澳优在湖南湖北、圣元/飞鹤在北方市场、贝因美在江浙市场，成为区域市场“四小龙品牌”。贝因美率先发起全国进攻，在2013年鼎盛时期收入60亿，超越伊利奶粉成为国产第一。2009-2011年，澳优、飞鹤、贝因美、合生元股票先后上市。

➤ 进口OEM模式兴起，国产“洋品牌”诞生，飞鹤自建供应链

为了解决消费者对国产乳源的信任危机，大量国产乳企开始布局海外供应链。由于新西兰、澳大利亚的乳源更具价格优势，大量企业当地采购大包粉运回国内工厂加工，或是合作当地的代工厂进行生产，代表企业包括雅士利、圣元。部分品牌选择品质更稳定的欧洲乳源，包括合生元（法国）、澳优（荷兰）、娃哈哈爱迪生（荷兰）等。随着企业经营实力增强，一部分企业开始投资海外乳源地，并在海外乳源地建厂。而国内优质乳源地主要为黑龙江，当地领导品牌飞鹤以重资本投入牧场建设，通过赴美上市、引入红杉等方式进行融资。

2008年	“三聚氰胺”事件爆发，龙头三鹿破产 圣元召回商品，关闭三家工厂，开始进口奶粉 三元接手三鹿资产，君乐宝从三鹿回购股权 雅士利施恩假洋奶粉丑闻爆发，开始进口乳源 贝因美、飞鹤、完达山等被证明品质安全 合生元通过欧洲多家代工厂生产婴幼儿奶粉 多美滋、美赞臣、惠氏、雅培成前4大外资品牌	2011年	圣元推出针对母婴店的产品“我的天使” 贝因美在A股上市 澳优收购荷兰海普凯诺，羊奶粉佳贝艾特上市 贝拉米进入中国，同时拓展新加坡、越南等国家 惠氏的超高端系列“启赋”（爱尔兰） 多美滋推出新包装“金装”新品涨价10%左右
2009年	完达山2.6亿元收购圣元部分资产 雅士利筹备上市，凯雷投资、复星投资入股 飞鹤在纽交所上市，引入红杉资本 澳优和澳大利亚Tatura签订供给长协 澳优股票在香港上市 君乐宝成为华北第一酸奶品牌 制药巨头集团辉瑞以680亿美元收购惠氏 美赞臣和百时美施贵宝分拆，美赞臣股票上市 雅培在广州建厂并分装雅培金装培乐奶粉	2012年	南山被检出致癌物质黄曲霉毒超标 大庆乳业严重损失经销商并停牌 飞鹤和红杉对赌失败向红杉退回款项 飞鹤推出超高端系列“超级飞帆” 贝因美将黑龙江安达工厂产能扩至10万吨 辉瑞以119亿美元将惠氏奶粉业务出售给雀巢 雀巢及惠氏超越达能集团，奶粉规模排名第一 利洁时收购中国桂龙药业（慢严舒柠）
2010年	国家进行了大规模的乳制品企业清理整顿 光明3.82亿元收购新西兰Synlait乳业51%股权 娃哈哈推出奶粉品牌爱迪生，由荷兰工厂生产 大庆乳业在香港上市 圣元雌激素事件爆发 雅士利在香港上市 飞鹤高端线“星飞帆”系列上线 澳优和法国索迪亚成立合资公司 蒙牛入股君乐宝，君乐宝保持独立运营 Babidge出任A2集团CEO前吉列高管Peter加盟 惠氏在苏州建设的大型奶粉工厂投产 利洁时36亿美元收购杜蕾斯母公司SSL	2013年	新西兰、中国香港等国家和地区出台奶粉限购令 雅士利投资11亿元在新西兰投建新工厂 圣元合作法国索迪亚乳业，在法国建厂 圣元收购上海本地婴幼儿奶粉品牌育婴博士 合生元入股法国ISM并建厂，收购南山工厂 合生元旗下的妈妈100发展独立电商 贝因美计划5亿元建设安达奶业并引入奶牛
		2014年	恒天然入股贝因美成为第二大股东

2013年是中国奶粉行业最为动荡的一年，行业地震事件频发，进口、国产品牌的排序都发生变化

➤ 国家出台《反垄断法》启动价格管控，政策指导国产乳企整合

2013年，中国单罐奶粉价格普遍在250元以上，是欧洲市场的2倍，而实际进口价格不到100元。发改委对市场主要品牌启动调查，一线品牌也普遍降价3%-20%不等。同年6月工信部指导国产乳企整合重组，当年蒙牛以124亿港币收购雅士利，圣元收购上海育婴博士，合生元收购南山长沙工厂等。

➤ 2013年新西兰恒天然肉毒杆菌事件爆发，达能快速挽回市场，外资强化新一代超高端产品布局

2013年新西兰恒天然肉毒杆菌事件爆发，是三聚氰胺之后的“地震级”事件。事件发生后，进口品牌重新排序：第1雀巢市占率继续提升（2012年收购了惠氏，惠氏在2011年推出超高端启赋，2014年启赋收入翻倍接近50亿）；雅培排名上升到第二（超高端有机系列菁致Eleva 2014年销售额超20亿）。达能主品牌多美滋覆灭，排名滑落到第4。但后续达能通过欧洲乳源的新品牌快速挽回局面，并且抓住了电商红利，上线高性价比的爱他美、优诺能。2014年前后，主打有机、A2概念的澳大利亚品牌贝拉米、A2把握了电商红利。

图表：恒天肉毒杆菌事件后外资重排序，达能下滑至第四

进口公司	（销售额市占率）	
	2013年	2014年
排名		
第一	雀巢（11.6%）	雀巢（12.8%）
第二	美赞臣（7.1%）	雅培（6.6%）
第三	达能（6.4%）	美赞臣（6.4%）
第四	雅培（4.5%）	达能（5.9%）

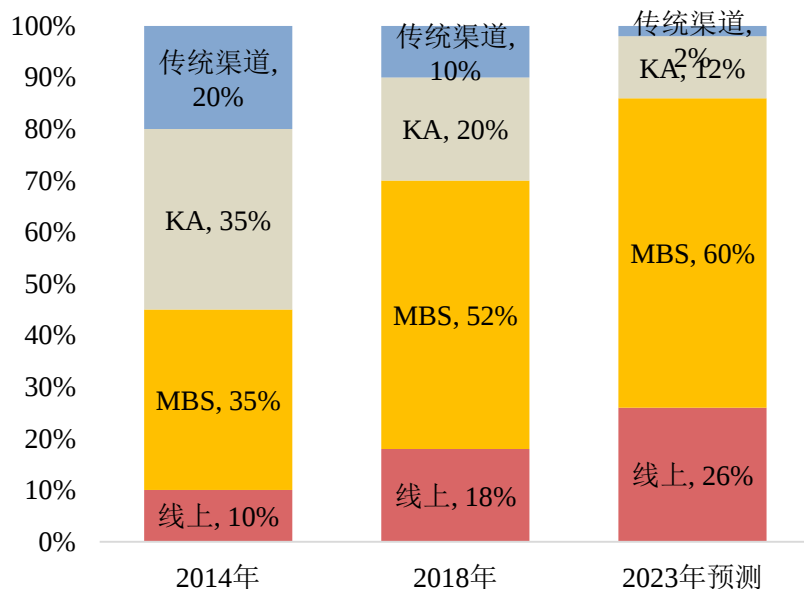
资料来源：Euromonitor，雅士利招股书，网易新闻，新华网，中证网，联商网，方正证券研究所

➤ 渠道格局剧烈变迁：母婴店取代传统KA，电商渗透率快速提升

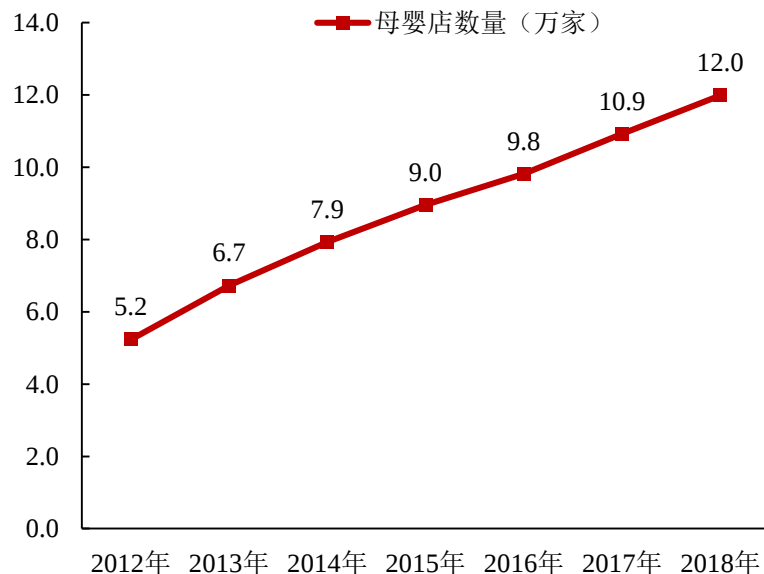
奶粉早期最主要的流通渠道是KA，品牌常用“双层经销结构”：区代/省代+二级代理+终端门店，甚至投入大量导购到终端帮忙卖货。2008年以后，母婴店（MBS, mother baby store）快速崛起，部分品牌商开始设立母婴事业部、开发专供产品，合生元甚至搭建了会员体系直接触达消费者。2013年前后电商、海淘等渠道快速发展，进口品牌加大对线上渠道的投入。Nielson数据显示2018年末全国MBS近12万家。

2011-2014年是渠道重构的阶段，对很多品牌来说都是一场生死考验。删减渠道难免对经销商的利益造成冲击。部分品牌未能兑现对经销商的补贴承诺，渠道政策也频繁变化，挫伤了经销商的信赖，假货、窜货对品牌造成严重伤害，曾经的国产第一品牌贝因美业绩从2013年开始下滑。

图表：奶粉分渠道市占率（按销售额）



图表：全国母婴店数量



资料来源：Euromonitor，尼尔森，贝因美公告，方正证券研究所

2013年	新西兰年初因大旱遇到奶荒，原乳价格上涨 8月，新西兰恒天然肉毒杆菌事件爆发 多美滋因受重大影响，达能更换多美滋乳源地 雀巢S26、美赞臣超越多美滋成为进口Top2品牌 国产第一贝因美收入超60亿，规模仅次于雀巢 发改委依据《反垄断法》对奶粉品牌进行调查 对部分品牌被发改委罚款，下调价格5-20%不等 A2推出奶粉产品，首先在新西兰、澳洲上市 工信部消费司指导国内乳企进行资产整合优化 蒙牛收购成为雅士利，创始人张氏家族淡出 飞鹤从美股退市，加快拓展华东华南渠道网络	2014年	贝拉米代工厂Tatura通过审核，产品进入中国 贝拉米股票在澳大利亚交易所上市
2014年	圣元逐步完成了渠道切换，提高了母婴店占比 飞鹤提出百亿目标，收购第一大羊奶粉品牌关山 贝因美收缩经销商，将二级渠道删减为单层 贝因美上线高端系列爱尔兰“绿爱+” 君乐宝正式进军奶粉行业 君乐宝在电商渠道上线130元/罐的奶粉产品 惠氏成立的电商团队全面覆盖天猫、京东等平台 雅培投资2.3亿美元将广州工厂迁到嘉兴 雅培在中国上线“菁挚”有机超高端系列	2015年	圣元将奶粉和食品业务合并 达能入股雅士利，成为第二大股东 蒙牛将“欧氏蒙牛”出售给雅士利 雅士利和丹麦Arla推出Baby&Me 达能将多美滋中国业务出售给雅士利 飞鹤更改广告语为更适合中国宝宝体质 澳优管理团队重组，以品牌为事业部架构 蓝河收购新西兰Blue River并引入绵羊奶产品 君乐宝总裁魏立华和邓九强创办“旗帜” 健合集团奶粉销售接近40亿 妈妈100终止独立发展回归合生元集团 健合收购Healthy Time并推出有机奶粉 A2婴幼儿配方奶粉等产品正式进驻中国市场 贝拉米在电商上销售奶粉 贝拉米先后和百嘉、恒天然签订供应协议 惠氏突破100亿，启赋超越惠氏金装 雅培在中国成立成人营养品部门 美素佳儿公司菲仕兰在中国成立分公司 菲仕兰推出超高端奶粉皇家美素佳儿

➤ **2016-2019年，三大重要政策文件出台：注册制、跨境税改+正面清单、国产乳粉提升方案**

2016年国家食药监局正式出台《配方乳粉注册制》，要求乳企在2018年完成审核，且每家企业不得多于3个系列9种配方。2016年进口税改、正面清单文件落地，要求外资配方乳粉入华销售同样需要通过审核，税改后代购的价格优势降低。2019年的《国产乳粉提升行动方案》则明确鼓励国产企业在境外收购优质乳源，提高成本优势，将乳粉自给率提升到60%以上。

在政策支持下，飞鹤在加拿大投资建厂，澳优收购荷兰海普凯诺，健合收购澳洲Farmland，蒙牛收购贝拉米。国产企业中，圣元、贝因美、君乐宝、完达山等产线和配方储备丰富。

➤ **跨国集团开启新增长曲线：一线市场生育率明星下滑，进口品牌的竞争压力更大**

2015年以来中国的生育率持续下降，外资品牌市场集中在一线市场，生育率下降更明显，而外资品牌在下沉市场较难取得突破，因此主要应对策略是强化线上渠道的投入，主推超高端产品。有机、乳脂球蛋白、A2等成为新一代高端成分或概念。

中国奶粉行业的黄金时代不复返，外资集团的战略也是寻找新品类、新市场的增长机会。例如雀巢进行了集团架构重组，计划将惠氏推广到新市场，而中国区则将重点发展辅食、成人营养品新业务。雅培、美赞臣则重点强调在中国推动医疗特殊营养品的发展。

➤ **国产品牌快速反扑，飞鹤超越惠氏成为第一大品牌，海外收购和资产整合强化硬实力**

2018年飞鹤销售额115亿，首次超越惠氏成为第一大品牌，澳优、君乐宝的奶粉销售额超50亿，并成功塑造“佳贝艾特”、“旗帜”等大品牌，品牌势能强化。头部国产品牌通过十多年的砥砺前行，具备了国际一流的供应链能力。在此基础上强化了品牌运营、渠道建设，同时行业整合仍在进行，区域品牌从“各自为战”逐渐形成阵营，未来头部国产乳企的优势将进一步强化。

2016年	4月起实施跨境税改新政策 乳粉纳入进口商品“正面清单” 10月起正式实施《配方乳粉注册制》 圣元停止从恒天然采购奶粉，在法国工厂投产 圣元股票从纳斯达克退市 君乐宝奶粉产品进入香港、澳门销售 飞鹤启动加拿大金大略工厂建设项目 贝因美“金装爱+”假奶粉事件爆发 澳优收购新西兰西部乳业 健合收购澳洲保健品牌Swisse 美赞臣高端产品“蓝臻”在中国上市 雅培陷入上海1.7万罐假奶粉案件 菲仕兰和辉山乳业合作生产“子母”品牌奶粉	2018年	君乐宝奶粉销售额50亿元，连续三年翻倍 雅士利向达能出售新西兰工厂股权 雅士利基本实现扭亏并恢复增长 贝因美创始人谢宏回归，包秀飞出任总经理 澳优完成对荷兰海普凯诺剩余41%股权收购 澳优引入中信资本 健合集团收购有机品牌Good Goût 健合收购澳洲工厂Farmland Dairy A2增持新西兰Synlait持股比提升至17% A2集团高管换届Jayne接任CEO 雀巢营养品重组架构，从全球改为分区管理
2017年	张平担任雅士利CEO并开始改革 澳优收购澳洲ADP工厂及其品牌Ozfarm 利洁时集团166亿美元收购美赞臣品牌 利洁时进行2.0改革，集团分为两大板块 美赞臣收购Tatura，工厂终止为贝拉米代工 贝拉米和恒天然合作，但工厂未通过注册 贝拉米收购了Camperdown 90%股权	2019年	圣元多次收购整合国内乳企 健合集团羊奶粉可贝思产品上市 蒙牛以40亿元出售君乐宝51%股权 蒙牛公告将以71亿人民币收购贝拉米 贝拉米澳大利亚工厂ViPlus通过注册制审核 蒙牛14亿澳优收购澳大利亚乳企Lion-Dairy 雀巢在江苏泰州的建设特医产品新工厂 飞鹤在港交所上市，惠氏张国华加盟飞鹤 黎笑正式担任A2大中华区总经理 雅培21年总裁白千里宣布2020年月卸任 雅培营养品北区邱肇祥离职加盟宝宝树

二、供应链对比

政策支持国产品牌整合优化，加快布局海外资产

- 2016年《注册制》实施后，行业整合加速，龙头供应链实力强化
- 跨境税改、正面清单等政策，提高了外资品牌的入华门槛，代工品牌面临更大挑战
- 国产乳粉提升方案，助力国产企业加快整合海外优质资产

- 2016年后国家出台三项政策，对国产奶粉品牌的崛起意义重大
- (1) 2016年出台的“注册制”，加快行业出清，同时扶持大型乳企整合行业
 - (2) 2016年中实施的跨境新政，包括税改和正面清单，提高了外资品牌入华销售的门槛
 - (3) 2019年出台的“国产乳粉提升方案”，其中明确指导乳粉企业进行整合收购，强化整体竞争实力；同时鼓励企业在海外收购优质资产，借助资本力量强化供应链竞争力

图表：2016配方奶粉行业的三大重要政策文件

政策文件1：奶粉注册制

2015年奶粉管理OTC化、2016年食药监总局出台《注册制》，企业需在2018年前完成注册，否则不能销售。

企业申请注册需提交研发报告，生产检验能力证明等10项材料。一家乳企不得多于3个系列9种配方，境外品牌也纳入注册管理体系。

2016年末市场上的2000个品牌，2019年末通过注册的品牌107个，系列416个。海外品牌尤其是代工品牌大量被淘汰。

政策文件2：跨境税改、正面清单

2016年4月国家发布“进口税改”、“正面清单”两项重磅文件，2017年5月两项政策落地实施。

“正面清单”提高了进口品牌准入门槛，实际上中国奶粉检查标准在全世界都最为严格，即使被列入正面清单，进口品牌通关时间也有所延长。

“进口税改”后海淘价格优势降低。税改前单罐500元以下奶粉可免税，税改后提升至12%左右。单次最高额度2000元，个人年度上限2万元。

政策文件3：国产乳粉提升行动方案

2019年6月发改委、农业部等七部委发布《国产乳粉提升行动方案》，力争乳粉自给率提升到60%以上。

阻碍国产乳企发展的主要包括供给能力、消费者信心。

中国原料奶收购价格比新西兰、美国高出近50%。为改善供给，促进企业兼并重组，加快落后企业改造升级。支持国内企业在境外收购、建设奶源基地。

➤ **注册制方案加快中小品牌出清，国产企业工厂储备丰富，外资品牌入华门槛提高。**

由于配方奶粉利润率高，国内配方的奶粉品牌多达2000家。《注册制》中规定每家乳粉工厂最多生产3个系列、9种配方，这意味着大量奶粉品牌将无法获得批准而退出市场，生产技术先进、产品品质过硬的乳企将更加受益。同时国产品牌加速整合，从各自为战的状态整合成为几大阵营。

《注册制》提高了外资品牌的入华门槛，尤其是很多澳大利亚、新西兰的品牌，以代工生产为主。注册制实施后，工厂一般优先满足自主品牌的生产需求，很多代工品牌将失去供给。以贝拉米为例，此前通过了中国注册制已审核的代工厂为Tatura，该工厂在2017年被美赞臣全资收购，随后终止为贝拉米等品牌代工，也直接影响了贝拉米业绩。

雀巢、惠氏、达能、雅培、美赞臣在全球范围内拥有丰富的乳源和工厂，但通过中国注册制审核的工厂和品牌只是其中一部分。在全球范围来看，新西兰和澳大利亚的原料乳产量大、成本低，而欧洲的原乳品质更高但成本价也相对较高。目前四大外资通过注册制审核的工厂也主要为欧洲工厂。

➤ **国产乳企近年来加快收购、投资、自建海外的婴幼儿奶粉加工厂**

澳优集团全资收购荷兰百年乳企海普凯诺、澳大利亚ADP；

蒙牛收购澳大利亚有机奶粉品牌贝拉米（贝拉米收购了澳洲奶粉工厂Camperdown）；

光明成为新西兰独立奶粉工厂Synlait的控股股东（Synlait为A2奶粉的核心代工厂）；

伊利早在2014年在新西兰自主投资建设了大洋洲乳业生产基地；

圣元投资法国乳企索迪亚，并与其成立合资公司建设工厂；

合生元投资法国乳企ISM 20%股权，双方成立合资公司并建设工厂。

企业	合计	工厂	地址	信息
达能	4个工厂	Nutricia Cuijk B.V.	荷兰，Cuiijk	诺优能、爱他美卓萃
		Milupa GmbH	德国，慕尼黑	爱他美
		Winston Nutritional Limited	新西兰，Waikato	爱他美
		Nutricia Infant Nutrition Ltd	爱尔兰，Wexford	诺优能
雀巢	6个工厂	双城雀巢	黑龙江省哈尔滨	力多精、能恩、雀巢
雀巢工厂		德国，慕尼黑	超启能恩	
惠氏		Nestle Nederland B.V.	荷兰，宁斯佩特市	瑞铂能恩
		惠氏营养品(中国)	中国苏州	惠氏幼儿乐
		惠氏营养品（爱尔兰）	爱尔兰	惠氏启赋、启赋蕴萃
		Nestle Suisse S.A.	瑞士	惠氏铂臻、惠氏贝睿思
雅培	5个工厂	雅培营养品（嘉兴）	浙江省嘉兴	经典恩美力、双贝吸
		Abbott Ireland	爱尔兰	菁挚纯净、铂优恩美力
		Abbott Manufacturing Singapore	新加坡	雅培喜康力
		Arla Foods amba Arinco	丹麦	菁挚
		ABBOTT LABORATORIES S.A.	美国，OH	菁挚呵护、雅培亲护
美赞臣	3个工厂	美赞臣营养品(中国)	广东省广州市	安儿宝
		Mead JohnsonNutrition (Australia)	澳大利亚	蓝臻、铂睿等
		MEAD JOHNSON B.V	荷兰奈梅亨市	蓝臻、铂睿、亲舒
皇家菲仕兰	2个工厂	FrieslandCampina Domo B.V.	荷兰，PZ Beilen	美素佳儿、皇家美素
		菲仕兰辉山乳业	辽宁省沈阳市	子母®

资料来源：国家食药监督局，数据截至2019.12，方正证券研究所

企业	合计	工厂	地址	信息
飞鹤	4个工厂	黑龙江飞鹤乳业	黑龙江齐齐哈尔克东县	臻稚(有机)、飞帆、精粹美葆儿
		飞鹤(龙江)乳品	黑龙江齐齐哈尔龙江县	星阶优护、臻爱飞帆、精粹益加
		飞鹤(甘南)乳品	黑龙江齐齐哈尔甘南县	星飞帆、臻爱倍护、精粹贝迪奇
		飞鹤(镇赉)乳品	吉林白城市镇赉	精粹贝艾儿、飞睿、舒贝诺
		Canada Kingston Dairy (在建)	加拿大安大略省	羊奶产品
澳优	7个工厂	两家：第一工厂、智慧厂房	湖南省长沙市	澳优爱优、美纳多、美优高
		澳大利亚乳品工业园，ADP	澳大利亚维多利亚	珀淳、澳滋、淳璀（有机）
		Hyproca Lypack	荷兰，Leeuwarden	佳贝艾特悦白(羊)、海普诺凯荷致、悠蓝
		Heerenveen Pluto B.V.	荷兰，Heerenveen	佳贝艾特悠装(羊)、美优高经典、能立多
		Heerenveen Hector B.V.	荷兰，Heerenveen	海普诺凯萃护、欧选、爱荷美
		Hyproca Lyempf	荷兰,Kampen	曾生产美纳多
君乐宝	4个工厂	石家庄君乐宝太行乳业	河北省石家庄市	君乐宝乐纯、君乐宝乐畅、君乐宝乐臻
		河北君乐宝君源乳业	河北省石家庄市	君乐宝乐铂、君乐宝至臻、恬适
		旗帜婴儿乳品股份	河北省张家口市	旗帜、旗帜益佳、旗帜帜亲
		河北君乐宝君恒乳业	河北省石家庄市	至臻，优萃（有机）
	2019.12投产	河北君乐宝君昌乳业	河北省唐山市	
雅士利 大股东蒙牛	5个工厂	雅士利国际集团	广东潮州市，	雅士利、雅士利亲儿适、亲儿硕
		Yashili New Zealand Dairy	新西兰奥克兰市	菁珀、菁跃
		欧世蒙牛乳制品	内蒙古呼和浩特市	蒙牛、瑞哺恩亲悠、瑞哺恩
		雅士利乳业	山西省朔州市应县	美萌益、美蕾兹、初颖（羊）
		多美滋婴幼儿	上海自贸区	致粹®、多美滋®（羊）、铂优加
	2家代工	Arla Food（蒙牛大股东）	丹麦，Svenstrup	美力滋、宝贝与我蓝曦
伊利	4家工厂	Camperdown Powder（贝拉米）	澳大利亚维多利亚省	朵拉小羊，蒙牛2019年收购贝拉米
		天津伊利乳业	天津空港经济区	金领冠菁护/珍护、沛能
		内蒙古金海伊利乳业	内蒙古呼和浩特市	金领冠、伊利倍冠、伊利
		杜尔伯特伊利乳业	黑龙江省杜尔伯特	焕初、金领冠塞纳牧、托菲尔
		大洋洲乳业	新西兰，奥巴鲁	培然、金领冠睿护
	2019.6投产	金山新工业园	内蒙古呼和浩特市	2019年6月投产

资料来源：国家食药监督局，数据截至2019.12，方正证券研究所

企业	合计	工厂	地址	通过注册的系列
圣元	3家自建	圣元营养食品有限公司	山东省青岛市	圣特拉慕(羊)、优博盖诺安、金爱嘉
		法国圣元国际	法国布列塔尼	优博剖蓓舒、优博瑞慕、优博
		内蒙古蒙原食品	内蒙古察右后旗，	蜜蓓、融臻、诺惜儿
	收购	湖北圣龙营养食品	湖北胡场镇周家嘴	优聪、多护星、蜜星客、啊啾
	收购	河南金元乳业	河南驻马店市	尚博、爱力聪、圣元
	收购	哈尔滨市南岗区	哈尔滨艾倍特乳业	启程、启越、启质
	收购	贝登(福建)婴幼儿营养品	福建省莆田市涵江区	荷慕、爱冠多、法兰贝尔
完达山	3家工厂	香格里拉市圣达牦牛乳业	云南香格里拉	圣元爱智多、圣元爱益多
		完达山乳业双城分公司	黑龙江省哈尔滨市双城	菁美、菁采、菁润(羊)
		完达山乳品北安分公司	黑龙江省黑河市北安市	元乳、育见、亲蓓
合生元	3家工厂	完达山乳业九三分公司	黑龙江黑河市嫩江县	格致、优巧、添采
		长沙素加营养品	湖南省长沙市	满乐
		Farmland Dairy	澳大利亚	可贝思(羊)
		伊西尼圣米尔乳业ISM	法国滨海伊西尼市	贝塔星、派星、阿尔法星、爱斯时光

资料来源：国家食药监督局，数据截至2019.12，方正证券研究所

三、渠道力对比

外资强化电商守卫一线城市，国产龙头渠道建设更完善

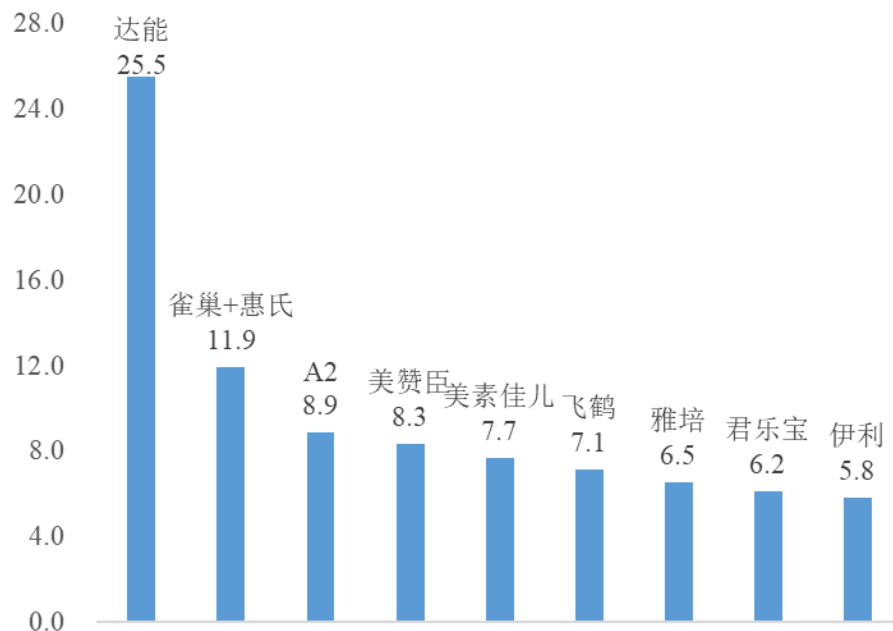
- 电商渗透率快速提升，主要为外资知名品牌
- 国产品牌深耕二到五线市场，渠道建设更加完善
- 龙头国产企业经过多年锤炼，建立了精细化、系统化的渠道管理能力

➤ **2013年以来电商、跨境等渠道快速发展，消费者主要来自一线城市，且进口品牌占比高**
2018年配方奶粉在线上的销售占比18%，阿里近12个月的奶粉销售额约为250亿元人民币（2018.12-2019.11）。电商上的主力消费人群集中在一线城市，这类消费者的特点是对品牌的认知较为全面。

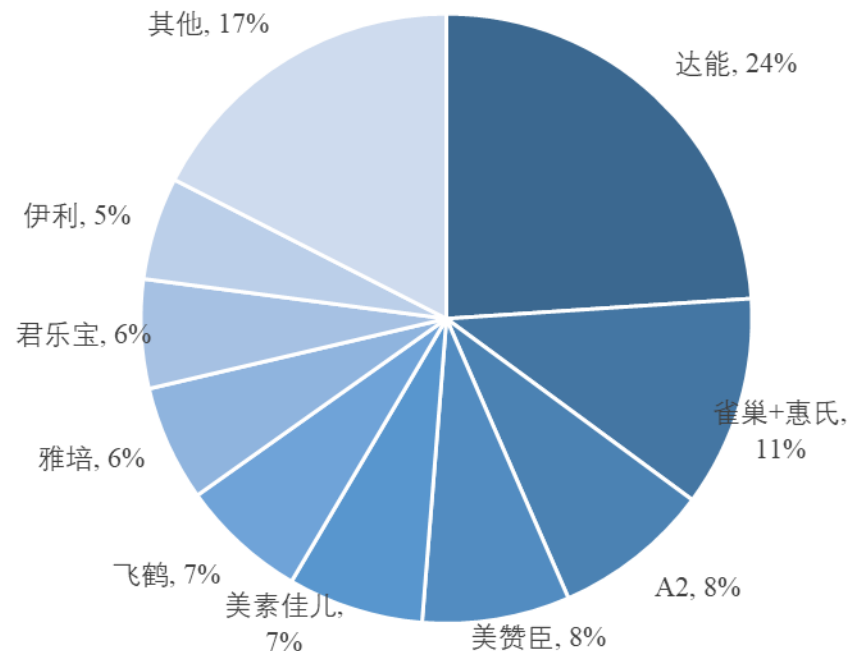
➤ **品牌格局：线上销量最好的品牌性价比更突出**

外资集团优势明显：品牌势能强，且多品牌运营。达能（爱他美、诺优能）；雀巢（惠氏、启赋、S26）
网红新锐品牌在电商上快速成长：典型代表如A2、贝拉米、BUBS
国产品牌中，定位高性价比的伊利、君乐宝在线上渠道具有优势

图表：重点企业阿里销售额（2018.12-2019.11，亿RMB）



图表：重点企业在阿里市占率（按销售额，2018.12-2019.11）

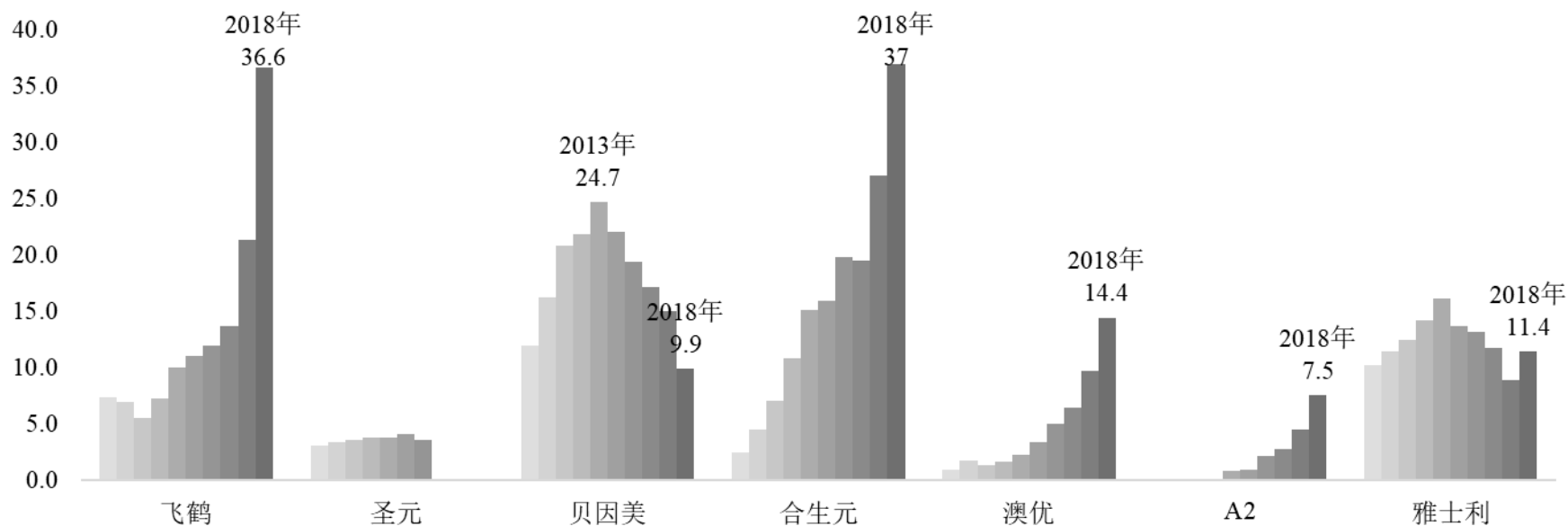


资料来源：阿里淘数据，Euromonitor，方正证券研究所

图表：重点企业线下终端网点数（万个）

公司	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
飞鹤		5	5	9.5	8	8	10				5.8	6.7	9.2
圣元		5	6.5	7.1	7.1	6.7	2.4	2.4	2.1	2.4			
贝因美					8.0								
合生元				0.5	0.7	1.2	1.7	2.2	3.8	3.9	3.7	3.8	
澳优													2.6
A2											0.4	1.0	1.6

图表：重点企业2009-2018年销售费用（亿RMB）



资料来源：各公司公告及官网，Euromonitor，方正证券研究所

- 渠道建设最完善的国产企业包括飞鹤、健合集团、澳优
- 飞鹤在全国建设了强大经销商团队，建立深度和长期的合作

2018年飞鹤是销售额第一大奶粉品牌，也是渠道建设最完善的企业。2018年已在全国发展约1300个经销商，有9.2万个终端零售网点。飞鹤主推超高端系列“星飞帆”，通过精细化的管理工具严格把控渠道货架，渠道政策可延续性强。同时飞鹤在广宣上投入大、地面活动频率高，品牌推力强。

- 健合集团：深度管控终端门店，建立会员系统精准营销

合生元早在销售益生菌产品时期就摸索出“会员制”的渠道管理方法，通过妈妈100平台，直接对终端零售门店进行深度管理，目前健合集团的终端零售网点近4万家。

合生元在终端门店设立会员专区，通过POS录入信息，总部会员中心对数据进行深度利用，尤其是在窗口时间进行高效营销。深度会员管理不仅高效，同时也实现了渠道价格、货品的严格管控。

图表：飞鹤渠道数据

渠道网络	2016年	2017年	2018年
直销零售商数量	735	631	674
期末经销商数量	1139	1167	1131
门店数量（万）	5.8	6.7	9.2
分渠道收入	2016年	2017年	2018年
向经销商	2888	4513	7017
向零售商	715	987	1647
电商	121	387	1085

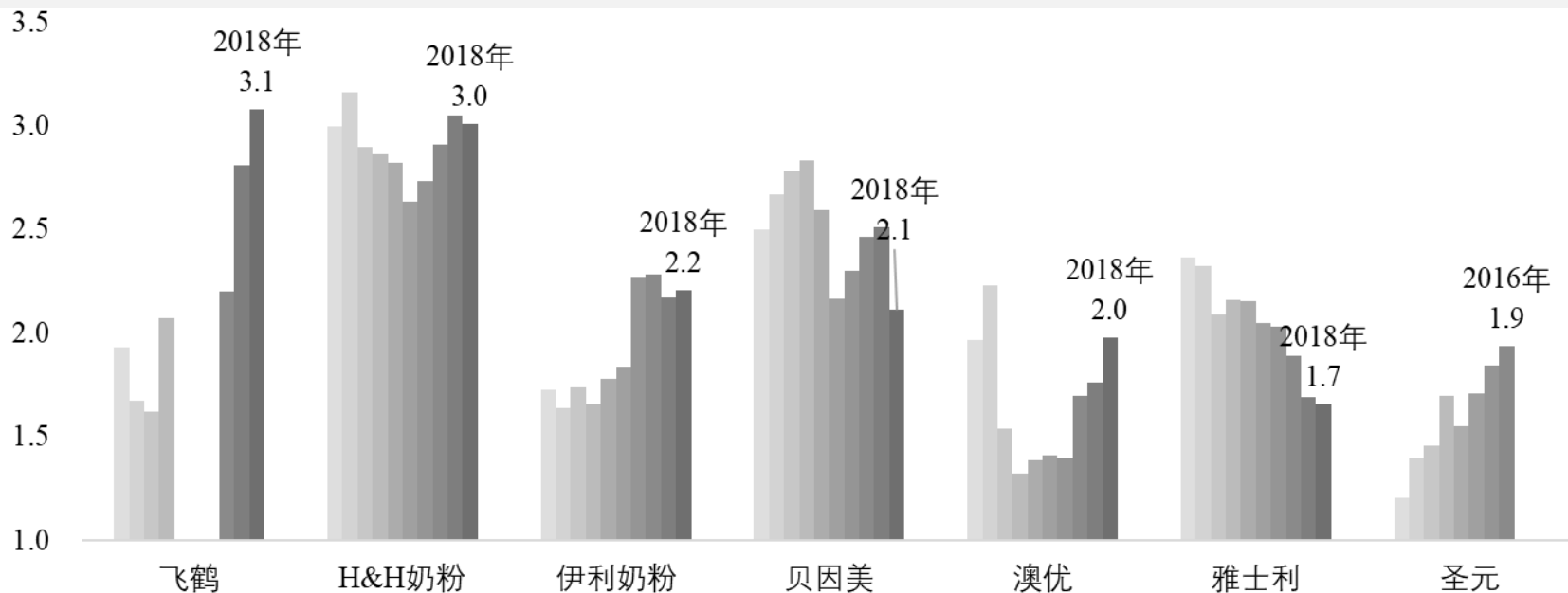
图表：健合集团渠道网络总数

时间	10Q2	11Q2	12Q2	13Q1	14Q1	15Q1	16Q1	17Q1	18Q1
网点总数	4716	6914	12258	16606	22314	37983	39169	37068	38489
专卖店	2972	4399	8321	11402	15173	26707	27759	26458	28115
商超	1572	2126	3336	4382	5462	6918	6270	5629	5634
药房	172	389	601	822	1679	4358	5140	4981	4740

四、产品对比：

创新永无止境，领军品牌主推超高端，定位体现品牌实力

图表：2009-2018年重点企业收入/成本比（加价率）



图表：部分品牌核心超高端线产品及定价（2019.10，各公司官网产品信息）

启赋有机 蕴翠



572 RMB/KG
350g/900g

菁挚Eleva



454 RMB/KG
400g/900g

美赞臣蓝臻



532 RMB/KG
400g/900g

飞鹤星飞帆



526 RMB/KG
300g/700g

合生元派星



420 RMB/KG
400g/900g

伊利金领冠



353 RMB/KG
405g/ 900g

澳优佳贝艾特



410 RMB/KG
800g

➤ **奶粉具备高加价的社会基础，品牌溢价高，且具备长期涨价能力**

婴幼儿配方奶粉不仅是一种功能性消费品，更是搭载了父母情感的消费品，因此品牌有高溢价的社会基础。“高价高投”的定价体系已经固化。

拉长来看，产品涨价将是常态，回顾历史上的重大食品安全事件，无一例外都助推了头部品牌涨价，甚至2013年的政策干预也未能引导消费回归理性。而支持品牌涨价的是创新，一线品牌在功能、成分、概念上的创新永无止境，早年的功能性成分包括DHA、益生元等，近两年来的高端功能包括OPO结构脂、CPP等，超高端产品包括A2酪蛋白、有机奶粉、羊奶粉等。

➤ **头部品牌定位定价在行业中处于领导地位**

注册制实施后，重点乳企都更加注重超高端产品的布局，也带领全行业向“高端化”发展。

简单对比产品单价（克重），定价最高的皆为头部品牌，外资以惠氏启赋、雅培菁致、美赞臣蓝臻等定价位于第一梯队。国产品牌中，飞鹤多年来坚持主推超高端“星飞帆”，同时持续进行广宣、地面活动，品牌力提升，定位定价超越一线外资。此外定位较高、且价格体系维护较好的国产品牌包括澳优佳贝艾特、合生元等。

1st, 母乳的营养成分随着婴儿需求发生变化

首先，母乳根据产生的时段，分为三个类型：初乳（分娩7天内）、过渡乳（分娩7-14天）、成熟乳（14天以后）

（1）母乳初乳特点

- 颜色黄，量少；
- 蛋白质：含量高于成熟乳，含大量免疫物质（SIgA免疫球蛋白，乳铁蛋白含量尤其高）
- 游离氨基酸：含量高于成熟乳，尤其牛磺酸含量排第一
- 生物酶：脂肪酶、溶体酶、乳糖酶等种类多且活性高
- 导泻作用：有助于胎粪排泄，减少黄疸概率

（2）母乳成熟乳的特点

- 颜色白，量多。
- 蛋白质：初乳较高，随后降低，人乳含量低于其他动物
- 游离氨基酸：分娩4天后，牛磺酸含量快速降低
- 脂肪：过渡乳阶段含量增至最高水平，不同类型的脂肪酸占比有所变化，和大脑、神经、消化系统的发育有关
- 碳水化合物：含量较初乳时增加



初乳
分娩7天内

过渡乳
分娩7-14天

成熟乳
分娩14天以后

2nd, 母乳中含有大量活性物质

第一类是生物酶，消化性酶包括淀粉酶、过氧化酶、碱性/酸性磷酸酶、脂肪酶，保护性酶包括杀菌酶、溶菌酶等。

第二类是生长因子，包括表皮生长因子，神经生长因子，类胰岛素生长因子，人类母乳促生长因子。

第三类为吞噬细胞，包括巨噬细胞、中性粒细胞、淋巴细胞，具有杀菌活力。

3rd, 母乳好吸收负担轻，同时兼具情感功能

（1）高生物有效性

母乳中铁吸收率较高，而牛乳中的铁吸收率约30%，其他乳制品中吸收率甚至只有10%，因此母乳喂养的婴儿患缺铁性贫血的概率极低。类似地，母乳的钙吸收率非常高，和脂肪酸的结构有关。此外母乳渗透压和人血浆一致，对婴儿肾脏的压力小。

（2）兼具情感功能

母乳喂养也是母婴情感交流的重要部分，能够同时促进母婴的心理健康，对减少婴儿哭闹、促进心理和智力发育都有帮助。母乳喂养对帮助妈妈子宫恢复、预防产后出血、减少特定疾病概率一定作用

1st, 蛋白质

(1) 母乳和奶粉，蛋白质的区别在于类型，而非含量。

动物乳的蛋白质分为2大类：乳清蛋白、酪蛋白。乳清蛋白分子小、易吸收，而酪蛋白分子大。母乳中乳清蛋白在蛋白质中的占比高（母乳60%，牛乳20%，羊乳25%）。牛乳中酪蛋白占比高，且其中含量最高的 α -S1酪蛋白有一定的致敏性；羊乳的酪蛋白类型更接近母乳，能够防治蛋白质过敏。

(2) 游离氨基酸：区别在于含量的变化

游离氨基酸的含量基本一致，差别在于类型，母乳（尤其初乳）中牛磺酸含量高，而牛乳中缺乏牛磺酸。

2nd, 脂肪酸

婴幼儿50%的能量来自脂肪，同时脂肪也是大脑、神经的组成物质。脂肪酸分为饱和、不饱和两类。母乳含量较高的不饱和酸为包括油酸、亚油酸、亚麻酸等，奶粉和母乳差异不大。差别较大的在于**饱和脂肪酸**。按碳数量分为：短链（C<8个碳）、中长链（8-13个碳）、长链脂肪酸（14-22个碳）。

(1) 长链饱和脂肪酸

母乳中长链脂肪酸以棕榈酸为主。母乳中70%的棕榈酸连在甘油基的SN2位上，这样的结构能够被肠道吸收。而奶粉大量的长链脂肪酸连接在SN1或SN3上，不能被直接吸收，需要水解成游离脂肪酸，而游离的长链脂肪酸易和矿物质结合，形成的钙皂容易导致便秘，也会影响矿物质的吸收。

(2) 中长链脂肪酸

中长链脂肪酸可直接被吸收。母乳、羊乳中，短链、中链的占比高，分子小，因此母乳、羊乳喂养的婴儿粪便更湿软。

3rd, 碳水化合物

(1) 乳糖

婴幼儿所需能量40%来自乳糖，可在乳糖酶作用下分解为葡萄糖（供能）和半乳糖（脑发育所需）。乳糖同时可以转为低聚糖，促进肠道内双歧杆菌生长，对改善消化、钙吸收有作用。但部分婴幼儿缺乏乳糖酶，饮用乳制品会引发腹痛腹泻等症状，且亚洲人患乳糖不耐的概率高。

(2) 低聚糖

母乳中第二大类碳水化合物是人乳低聚糖，种类多达100多种。重要的类型有低聚糖、低聚半乳糖、低聚果糖等。

成分	山羊乳	牛乳	人乳
能量 (KJ/100g)	277	269	286
干物质 (g/100g)	12.6	12.3	12.3
蛋白质 (g/100g)	3.5	3.3	1.2
酪蛋白CN (%蛋白)	75%	80%	40%
—— α s1-CN (%酪蛋白)	6%	38%	无，致敏
—— α s2-CN (%酪蛋白)	19%	12%	12%
—— β -CN (%酪蛋白)	55%	36%	65%
—— κ -CN (%酪蛋白)	20%	14%	24%
乳清蛋白WP (%蛋白)	25%	20%	60%
脂肪 (g/100g)	3.8	3.6	4
——已酸 (%脂肪)	2.9	1.6	微量
——辛酸 (%脂肪)	2.7	1.3	微量
——亚油酸 (%脂肪)	2.2	2.5	13
——亚麻酸 (%脂肪)	微量	1.8	1.4
乳糖 (g/100g)	4.5	4.7	6.9
灰分 (g/100g)	0.8	0.7	1.2

				
惠氏启赋蕴翠 572 RMB/KG 350g / 900g	飞鹤臻稚有机 583 RMB/KG 700g	合生元爱斯时光 448 RMB/KG 400g/800g	澳优淳瑞 520 RMB/KG 900g	澳优悠蓝 572 RMB/KG 800g
				
雅培菁Eleva 454 RMB/KG 400g/900g	雅士利瑞哺恩 598 RMB/KG 400g/800g	宝贝与我 510 RMB/KG 800g	美赞臣安儿宝 239 RMB/KG 900g	贝拉米 220 RMB/KG 900g
				
塞纳牧 523 RMB/KG 405g/800g				

提升免疫力

			
海普凯诺 萃护 508 RMB/KG 900g	美赞臣蓝臻 532 RMB/KG 400g/900g为主	臻爱倍护 376 RMB/KG 400g/900g	精粹系列 423 RMB/KG 800g
			
雅士利 菁珀 431 RMB/KG 400g/900g	伊利金领冠睿护326 RMB/KG 400g/900g	合生元派星LPN 420 RMB/KG 400g/900g	君乐宝旗帜红罐 289 RMB/KG 400g/900g

促进脑眼、认知发育

				
美赞臣蓝臻 532 RMB/KG 400g/900g为主	菁挚蓝臻 纯净 431 RMB/KG 900g	合生元贝塔星 200-276 RMB/KG 400g/900g	合生元阿尔法星 238 RMB/KG 400g/900g	澳优爱优 323RMB/KG 400g/800g
				
惠氏铂臻 374 RMB/KG 800g	飞鹤飞鹤 250 RMB/KG 400g/800g	美赞臣铂睿 255 RMB/KG 400g/850g为主	雅培经典恩美丽 307 RMB/KG 950g为主	海普凯诺 荷致 508 RMB/KG 900g

A2蛋白

海外版/将上市

雀巢能恩A2（澳）
美赞臣A2（荷）
达能牛栏A2（港）

		
A2M 227RMB/KG 900g	惠氏金罐启赋臻 602 RMB/KG 850g为主	君乐宝至臻A2 375 RMB/KG 400g

鲜活小包装

				
雀巢 BabyNes 500+ RMB/KG 按次26次量	君乐宝至臻 272 RMB/KG 19g×8条 150g	白金爱他美 447 RMB/KG 380g/900g	星飞机 560 RMB/KG 300g	君乐宝乐纯 174 RMB/KG 150g/800g



佳贝艾特特装
410 RMB/KG
800g



佳贝艾特悦白
531 RMB/KG
400g/800g/150g



朵拉小羊
535 RMB/KG
800g



雅士利多美滋
485 RMB/KG
800g



达能Karicare (绵)
394 RMB/KG
900g



飞鹤星飞帆
526 RMB/KG
300g/700g



启赋蓝钻
432 RMB/KG
350g/900g



合生元系列
448 RMB/KG
400g/800g



澳优能力多
497 RMB/KG
400g/800g



伊利金领冠珍
护
353 RMB/KG
405g/900g



蓝绵羊奶粉
436 RMB/KG
800g



蓝绵春天羊
436 RMB/KG
800g



和氏澳智健
411 RMB/KG
800g



澳BUBS
300RMB/KG
800g



宜品倍康信
411 RMB/KG
800g



圣元圣特拉
慕
476 RMB/KG
900g



爱他美卓萃
406 RMB/KG
380g/900g



铂优恩美丽
307 RMB/KG
900g



君乐宝旗帜益
佳
315 RMB/KG
400g/800g



雅士利亲儿适
373 RMB/KG
800g/1200g



瑞哺恩亲悠
460 RMB/KG
400g/800g

特殊配方：防过敏、乳糖不耐



惠氏超启能恩
406 RMB/KG
800g



惠氏启赋敏适
331 RMB/KG
900g



爱他美低敏
355 RMB/KG
900g



惠氏贝睿思 RMB/KG
按次包装，26次



美赞成亲舒
445 RMB/KG
850g



美赞成安敏捷
1070 RMB/KG
400g



美赞成安儿宝 无乳糖
150 RMB/KG
1800g



君乐宝 帜亲
415 RMB/KG
400g

高性价比系列



诺优能
240 RMB/KG
900g



爱他美经典
306RMB/KG
380g/900g



飞鹤飞帆
264 RMB/KG
400g/900g



飞鹤飞睿
250 RMB/KG
400g/800g



金领冠菁护
273 RMB/KG
800g/900g



S26, 幼儿乐等
200-276 RMB/KG
900g/1200g



君乐宝旗帜
289 RMB/KG
400g/900g



君乐宝乐纯
174 RMB/KG
150g/800g



君乐宝乐畅
218 RMB/KG
150g/800g



雅士利亲儿硕
276 RMB/KG
400g/900g

第一类企业：外资品牌

外资“老四大粉”及背后的百年跨国集团



1. 全球供应链，乳源具备多样性，不仅有成本优势，且提高了抗风险能力

食品安全事件对乳企的打击是较为致命的，大多数企业都面临过或大或小的丑闻事件。但外资集团在危机之后应对更快，一个原因是供应链基础好。以2013年的新西兰恒天然肉毒杆菌为例，达能多美滋覆灭，消费者对新西兰乳源产生信任危机。但达能随后用新品牌“爱他美、诺优能”挽回市场，惠氏启赋、雅培菁致最为受益，上述品牌乳源均来自欧洲。而国产品牌过去十多年都在持续投入供应链建设，龙头企业的供应链实力已经赶超外资巨头集团。

➤ 达能的奶粉供应：全球范围收储牛乳原料，成本优势明显、乳源多样化

达能的牛乳供应商广泛而分散，成本优势明显，但风险概率亦较高。根据集团2018年报，达能在全球有大约5.8万个供应商，尤其是在非洲、拉美等发展中国家和大量小型养殖户收储，而在欧洲、俄等国家和大型养殖户收储（占比达到15-20%），在成熟乳源国（北美、欧洲等）和大型养殖场合作。集团在全球的奶粉工厂超过20个，早期中国的奶粉主要来自新西兰工厂，目前通过中国注册制奶粉工厂有3家，分别位于荷兰、德国、爱尔兰。

➤ 惠氏和雀巢：乳源主要来自欧洲，全球范围的工厂储备丰富，质量管控体系严格

2012年雀巢收购惠氏奶粉业务。惠氏和雀巢的乳源主要来自欧洲，原料的品质更高。同时惠氏以制药业务起家，品控能力强，奶粉工厂分布在全球各地（菲律宾、墨西哥、新加坡、苏州、爱尔兰等），其中苏州工厂最大。雀巢集团也有大量奶粉工厂，通过注册制的工厂包括苏州、黑龙江，爱尔兰、瑞士、德国、荷兰工厂，高端系列主要采用海外原装进口的生产模式。

➤ 雅培：坚持采用欧洲乳源保证品质，全球一流的质量管理标准

雅培作为国际一流药企，其产品品质、质控标准在全球都被广泛认可。乳制品坚持从欧洲采购，虽然成本高于澳洲和美国，但安全性和品质也更高。超高端线菁致乳源来自丹麦、爱尔兰，目前全球有8家加工厂，包括美国3家，荷兰1家，新西兰1家，新加坡1家，丹麦1家（部分为代工厂），但部分工厂在通过注册制审核上的进程较慢。

2. 跨国集团在百年发展中，孵化、收购积累了丰富的品牌资产

几大外资集团在百年发展过程中，沉淀了丰富的品牌资产，这些品牌在当地市场知名度高，为进入新市场节约了时间。此外，品牌之间天然存在差异化，体现在定位、定价、概念上等很多方面，丰富的品牌意味集团能够覆盖更广谱的消费者，在市场竞争之后打出各种组合拳。其中有大量的案例：

➤ 用不同品牌，布局不同价格带/功能线

雀巢：超高端线用启赋illumina，高端线铂臻、平价线用S26等

雅培：超高端线用菁致Elava，高端线Similac恩美丽

达能：高端线用爱他美白金（卓萃），平价线优诺能Nutrilon

美赞臣：按功能区分品牌Enfamil、Enfagrow、Enfapro、Enfachild

➤ 将成熟品牌植入新市场

雀巢：将英国成熟品牌SMA珍蕴带入中国，

达能：将美欧成熟的品牌爱他美、优诺能带入中国

雅培：将美国知名奶粉品牌恩美丽Similac引入中国市场

美素佳儿：将荷兰皇家菲仕兰的知名品牌美素佳儿Friso引入中国

➤ 特定品牌运营失败后换用品牌挽救

雀巢：2006年雀巢金牌3+被检测出碘超标，随后雀巢集团换用惠氏、能恩等新品牌布局中国市场

达能：2013年恒天然肉毒杆菌事件后，多美滋、可瑞康退出市场，达能换用爱他美、诺优能布局中国市场

3. 集团化运营带来协同效应，能够敏锐把握新的成长机遇

四大跨国集团在全球范围业务广泛，婴幼儿奶粉一般在“营养品Nutrition”或“健康Health”板块下运营，和成人营养品、保健品、辅食等品牌共同运营，这样的组织架构带来协同效应，例如其他品牌共享研发、渠道、广宣资源，同时在人才培养、管理体系上更为完善。

图表：2018年四大跨国集团的业务布置，以及婴幼儿奶粉所属业务



雀巢集团7大业务部门：
饮料、营养品、冰激凌、
宠物食品、调味品、零
食、瓶装水

奶粉属于“营养品”



达能集团4大业务部门：
EDP International
EDP Noram
特殊营养品、饮用水

奶粉属于“特殊营养品”

(1) EDP即食品业务，International
管理区域性品牌，Noram更多是全球
化通用品牌。

(2) 特殊营养品业务：统一在
Nutricia纽迪希亚公司下运营。



雅培集团4大业务部门：
心血管和神经、诊断
医疗用品、营养品

奶粉属于“营养品”



利洁时集团2大业务部门
健康Health
家庭清洁Home Hygiene

奶粉属于“健康”

2017年，利洁时集团以179亿美元
收购美赞臣。随后集团进行架构改
革，重新将业务分为Health、
Hygiene Home两大板块

3. 集团化运营带来明显的协同效应，把握新品类、新渠道的成长机遇

对于跨国集团来说，中国奶粉行业黄金时代已经结束，且外资主要市场为一线市场，生育率下滑更为明显，因此集团的战略也切换到更具潜力的新市场、新品类：

（1）雀巢：2018年雀巢重建了组织架构，婴幼儿营养品原采用全球管理模式，现分为三大区域各自管理。总部保留一些全球性职能（创新研发、合规质控、全球制造），其余职能由三个大区分别主管，基于新架构，将奶粉拓展到近60个市场。营养品业务：在中国在出生率下滑的大背景下，集团强调在辅食、医疗特殊营养品领域的机会，重点挖掘Cerelac品牌的机会，同时投资10亿元在泰州设立医疗特殊食品工厂。

（2）达能：中国区奶粉仍然是集团的重要增长业务。2019年达能重点布局羊奶粉（品牌可瑞康Karicare），同时强化超高端线产品（牛栏A2蛋白奶粉、特医奶粉allure舒敏等），同时积极拓展辅食（Neocate等）、肠内外营养品等新品类。

（3）雅培：雅培以医疗制药为核心业务，营养品占比较小且增速低于其他板块。在白千里担任CEO的约二十年期间集团以“增长+聚焦”，新业务一般以达到当地市场Top 2为目标。中国区的医疗制药业务增长强劲，而中国区营养品业务强调超高端产品，同时强化成人营养品（全安素）。

（4）利洁时：美赞臣近几年在中国市占率下滑，和供应链（荷兰工厂）、渠道策略失误有关。利洁时收购品牌后，集团开启了“RB 2.0”改革，将集团重新分为健康、家庭卫生两大板块。同时对美赞臣的渠道结构进行改革，强化线上渠道的投入，建立了千人规模的电商团队，同时为MBS开发了专供产品。

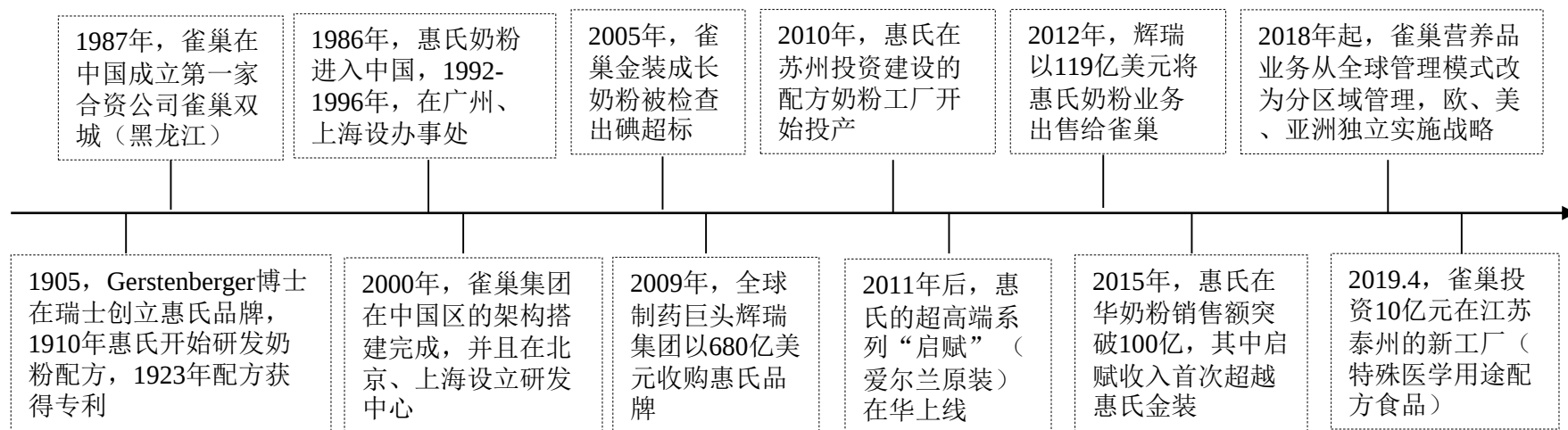
（1）惠氏百年历史

惠氏品牌创立于瑞士，除了制药业务外，在婴幼儿食品和营养品上的研发历史悠久，并且提出了大量创新性的解决方案。目前惠氏的奶粉业务隶属于雀巢集团（此前辉瑞集团），但惠氏仍然保持独立运营。

（2）雀巢集团历史

雀巢集团是全球最大的快消品集团，1867年发源于瑞士，在150余年的发展中不断开拓新业务、新产品、新市场，毛赫尔担任集团CEO期间操盘了200多起并购，集团2/3的成长来自收购，1/3来自内生。2018年集团收入6500亿人民币，净利润715亿人民币。

图表：惠氏及雀巢在中国的发展大事记



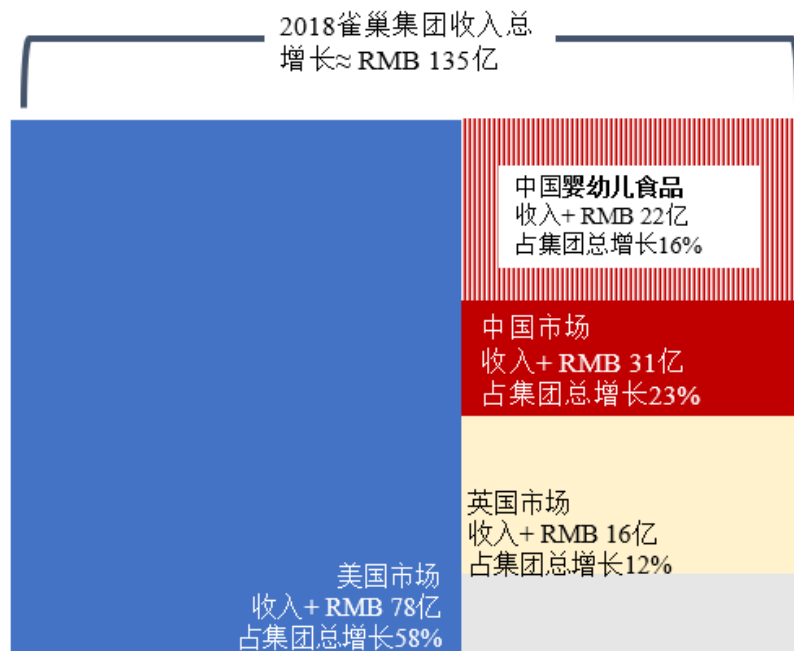
资料来源：雀巢集团年报，雀巢年报，搜狐网，和讯网，方正证券研究所

雀巢集团七大业务分别为：饮品、营养品、冰激凌、宠物食品、调味品、零食、瓶装水。

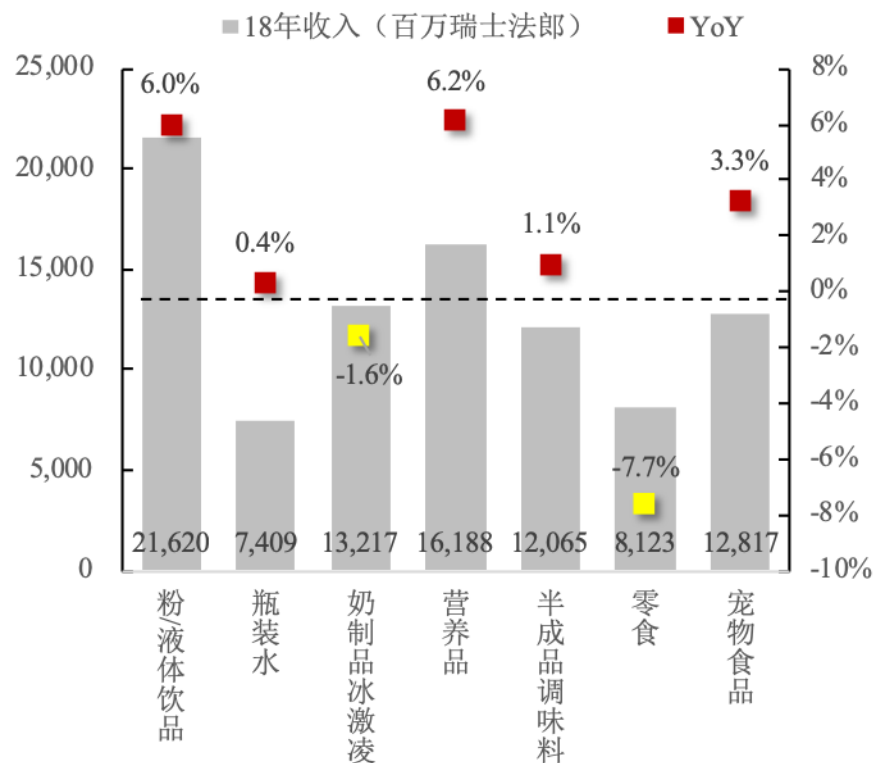
其中婴幼儿奶粉属于“营养品”，是集团增速最快板块，2018年集团收入增长约RMB 135亿，其中：

- (1) 美国地区：2018年收入增长78亿元，占增长58%；
- (2) 大中华区：2018年收入增长31亿元，其中70%来自婴幼儿食品，惠氏为主

图表：2018年集团收入增长中，惠氏贡献占比10+%



图表：2018年雀巢集团分业务收入及增速



资料来源：雀巢集团年报，方正证券研究所

雀巢集团的营养品业务包括：婴幼儿配方奶粉、儿童辅食、保健品。每个细分业务下都有丰富的品牌储备，根据不同市场的发展程度和品类规律，布局不同的业务和品牌。

目前雀巢在中国区的营养品业务，主要产品为婴幼儿配方奶粉，并且大部分收入都来自惠氏品牌的贡献。其他品类、品牌（辅食、保健品等）也在近几年逐步导入中国市场。

在中国区，惠氏的奶粉产品不断升级换代，早年的系列包括幼儿乐、学而乐等，目前主要系列包括：启赋illumina、铂臻S26、贝睿思BabyNes、珍蕴SMA等。

图表：雀巢集团营养品业务的品牌储备丰富



图表：当前惠氏在中国市场的主要系列



惠氏是当前中国婴幼儿配方奶粉市场中的领导品牌，其核心竞争力是成分研发和概念创新，定位定价在行业中处于第一梯队。

产品矩阵：惠氏不断地围绕“贴合母乳”进行成分研发和概念创新。1961年就提出了添加乳清蛋白配方，使奶粉的蛋白质结构更加贴合母乳，随后比较颠覆性的创新包括母乳低聚糖HMO等。目前惠氏在中国的高端配方包括：有机系列、A2产品、OPO结构脂系列等。

渠道方面：在中国主攻一线发达市场，尤其在KA、电商渠道上效率较高。多次提出下沉计划，包括2005年的“区域战略”、2009-2016年“Go Deep计划”，2017年“赢变2020战略”，针对三四线市场推出珍蕴。

图表：惠氏历史上提出的奶粉创新技术

1961年	研发乳清蛋白工艺，使乳清蛋白比例接近母乳
1971年	研发了混合脂肪技术，使脂肪结构接近母乳
1989年	在奶粉中添加了5中和母乳类似的核苷酸
1996年	添加益智花生四烯酸AA和二十二碳六烯酸DHA
2002年	推出了水解乳清蛋白技术，降低了婴儿过敏概率
2006年	在配方率先添加叶黄素，帮助眼睛发育
2018年	添加HMOs（母乳低聚糖）、αlipids（益智磷酸）

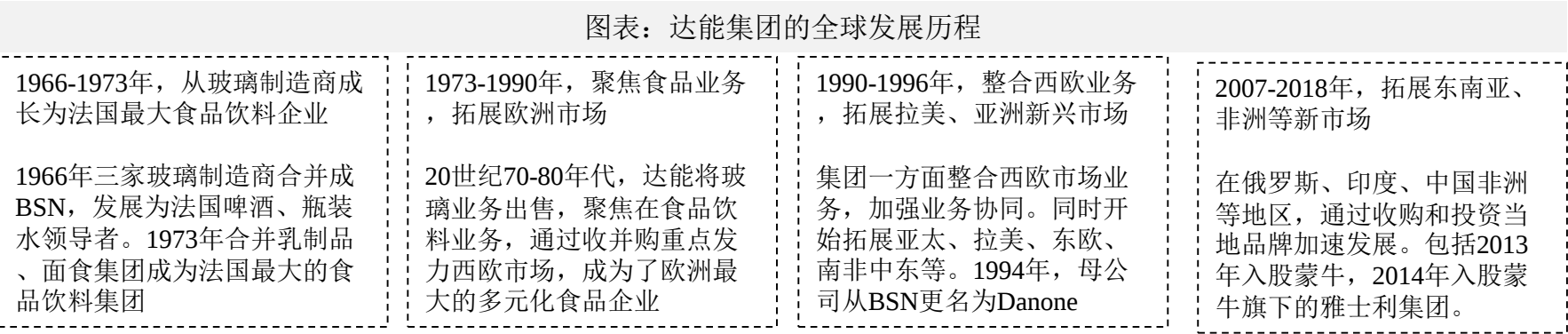
图表：惠氏在中国市场当前主推的三大高端系列

	启赋 蓝钻 价格：432 RMB/KG 规格：900g为主 1段：179元/350g, 389元/900g 2段：389元/900g 3段：409元/900g 4段：389元/900g	乳源：爱尔兰 渠道：全渠道 特色成分及功能： OPO结构脂，α-Lac活性蛋白，乳源活性因子mMO，帮助减少哭闹，减少钙皂便秘松软，促进消化吸收	2019.7上市 原“启赋经典”
	启赋有机 蕴萃 价格：572 RMB/KG 规格：350g/900g为主 1段：209元/350g, 515元/900g 2段：209元/350g, 398元/900g 3段：423元/900g	乳源：爱尔兰 渠道：全渠道 特色成分及功能： 亲和人体，全链有机。	2017年上线 雅培菁菁Java
	启赋A2 蕴淳 价格：602 RMB/KG 规格：850g为主 1段：512元/850g 2段：512元/850g 3段：454元/850g	乳源：爱尔兰 渠道：全渠道 特色成分及功能： 天然A2奶牛奶源，OPO结构脂，双重珍稀结合，亲和人体，更近一步。	2019.3 升级 A2M

资料来源：雀巢集团年报，百度百科，惠氏官网，方正证券研究所

达能是全球第二大食品饮料集团，最早发源于法国。集团所涉足的业务普遍是传统行业，收购后通过集团化运营，产生更强的协同效应。达能在成长的每个阶段都是在一边整合存量业务、一边拓展新市场。

达能2007年收购的荷兰营养品集团Numico，Numico拥有大量的知名奶粉及婴幼儿辅食品牌，也曾经收购过德国领军奶粉品牌Milupa。达能收购Numico后以其核心品牌Nutricia管理达能集团的营养品业务。



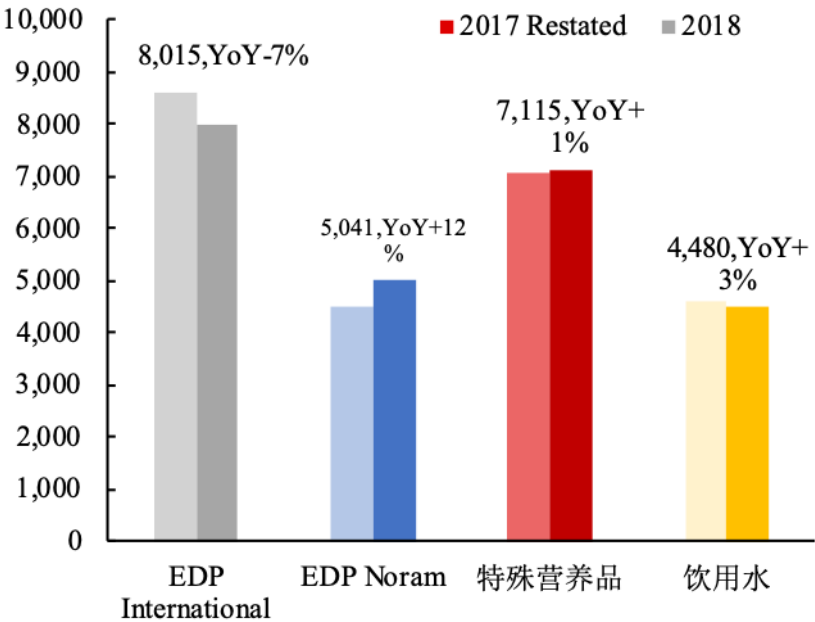
资料来源：达能集团年报，百度百科，Numico官网，方正证券研究所

达能集团将全球业务分四大板块运营，按收入依次为：区域性食饮、全球性食饮、特殊营养品、饮用水。

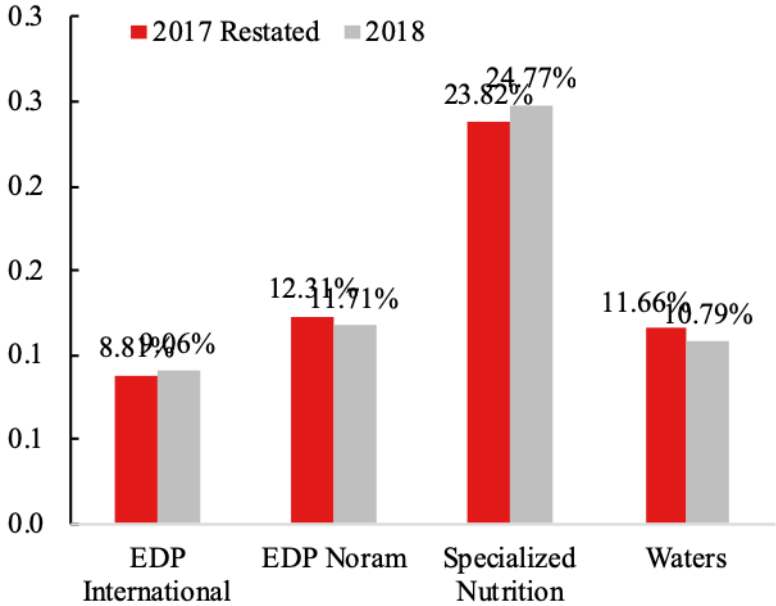
配方奶粉属于“特殊营养品业务”，通过统一公司“Nutrica纽迪希亚”运营，该品牌有百年历史，以管理人的全生命周期为主。和雀巢类似，其中包括保健品，婴儿奶粉及辅食两大板块。

特殊营养品是当前利润率最高、利润贡献最大的业务。2018年收入占比29%，利润占比49%，利润率25%。

图表：达能四大业务销售额（百万欧元）



图表：达能四大业务利润率

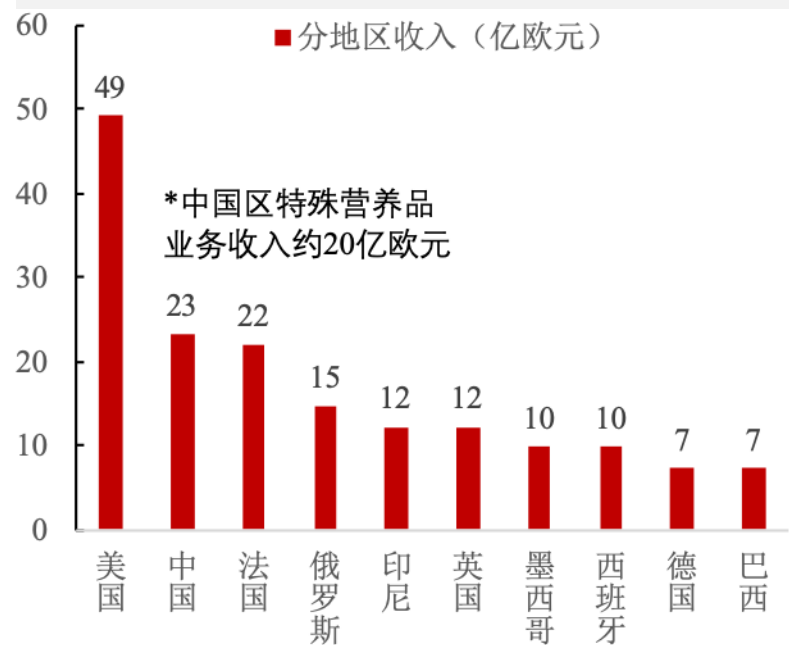


数据来源：达能集团年报，方正证券研究所
备注：EDP 即食品饮料业务，其中International公司主要为区域性品牌、Norm公司主要为全球性品牌

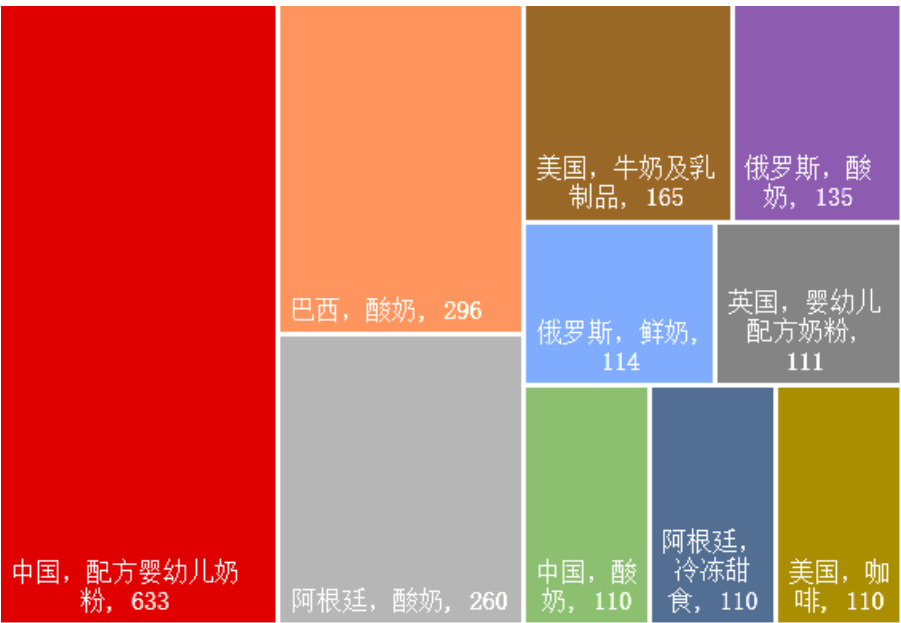
达能集团的乳制品品类丰富，在巴西、阿根廷、俄罗斯等新兴市场，重点发展规模较大的白奶、酸奶。中国已经有非常强势的本土基础乳制品品牌，因此达能在中国主要经营婴幼儿配方奶粉。

特殊营养品业务30%收入来自中国，中国区婴幼儿奶粉及辅食规模约150亿人民币，中国奶粉仍然是达能集团目前最重要的增长来源

图表：2018年达能分地区收入



图表：2018年达能收入增长拆分 (百万美元)



资料来源：达能集团年报，Euromonitor，方正证券研究所

达能的特殊营养品业务下，品牌、品类储备丰富。
婴幼儿配方奶粉方面，达能在各大市场都有主力品牌：在中国主推爱他美Aptamil、优诺能Nutrilon；在英国主推牛栏Cow&Gate；在澳洲主推Karicare；法国主推Bledina、Gallia；亚洲其他地区主推多美滋Dumex。

图表：达能在全球各大市场的婴幼儿配方奶粉主力品牌

				
多美滋 中、新、马、泰、越	诺优能（荷兰牛栏） 全球品牌	爱他美（全球品牌） 德国、瑞士	牛栏 英国，中国香港	贝乐蒂（全品类） 法国、葡萄牙、中东
				
贝乐嘉 土耳其、印尼、巴西	巴比隆 波兰牛栏	美乐宝 收购的德国品牌		佳力雅（全品类） 法国，非洲
				
可瑞康 新西兰、澳大利亚、	阿尔米龙 西班牙牛栏	雅士利 中国		

资料来源：达能集团官网，年报，方正证券研究所

2013年前达能在中国的奶粉主品牌曾经是多美滋（销售规模超50亿），恒天然事件对多美滋造成了巨大影响，此后重新推出两大主品牌“爱他美、诺优能”。而多美滋业务转让给雅士利。定位强调高性价比，爱他美主要投放KA、电商渠道，主攻一线市场。

2018年达能提出针对中国市场三大战略:

- (1) 强化下沉力度，加大对低线市场、母婴店渠道的投入。
- (2) 强化线上投入，目标是2020年线上销售额突破20亿欧元，尤其线上广告投入从当前30%提升到40%。
- (3) 高端化升级，主品牌爱他美升级“卓萃”，同时储备高端系列Karicare羊奶粉、A2、有机等奶粉。

图表：达能在中国奶粉主力品牌爱他美

爱他美卓萃 	价格：406RMB/KG 规格：380g/900g 1段：170元/380g， 365元/900g 2段：355元/900g 3段：195元/800g	乳源：荷兰 渠道：全渠道 特色成分及功能： APTAOTO乳脂，在脂肪比例中占比50%，易于吸收防止上火，同时提高钙吸收能力
爱他美经典 	价格：306RMB/KG 规格：380g/900g 1段：170元/380g， 365元/900g 2段：355元/900g 3段：195元/800g	乳源：瑞士 渠道：全渠道 特色成分及功能： DHA等助力发育 口味清淡，不添加蔗糖和香精

图表：达能将在中国市场上线的高端奶粉产品

2019年7月，推出高端产
品牛栏牌A2



达能旗下Karicare牛奶
粉、羊奶粉产品



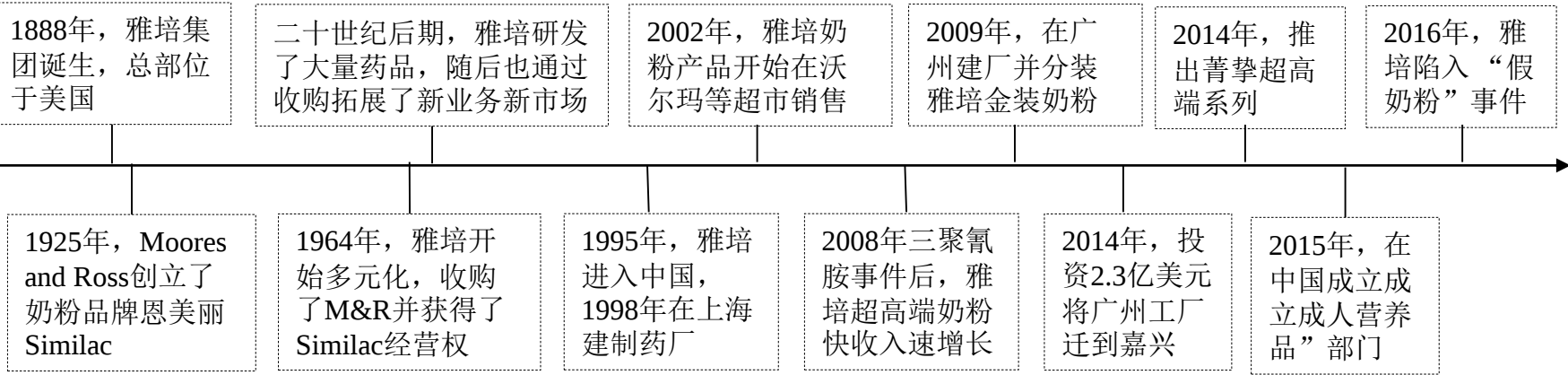
资料来源：达能集团年报，京东商城，苏宁全球购，方正证券研究所

雅培是全球领先的医疗保健集团，集团百年发展过程中经历了世界大战，研发了抗生素、麻醉剂、甜味剂等
在人类历史上的突破性药品，并通过外延收购等方式拓展了诊断设备、营养品等业务。

雅培的婴幼儿配方奶粉品牌主要是恩美丽Similac。品牌最初是由Moores and Ross Milk创办。雅培在20世纪
后期开启了多元化战略，收购了M&R并成为全球领先的营养品公司。

雅培早在1995年进入中国开展业务，随后在上海开设药厂，进而将奶粉带入中国销售，随后在中国建设了奶
粉加工厂。目前雅培在中国16个办事处、4家工厂和2个研发中心，拥有6000多名员工。业务包括营养品、药
品、医疗器械和诊断产品。

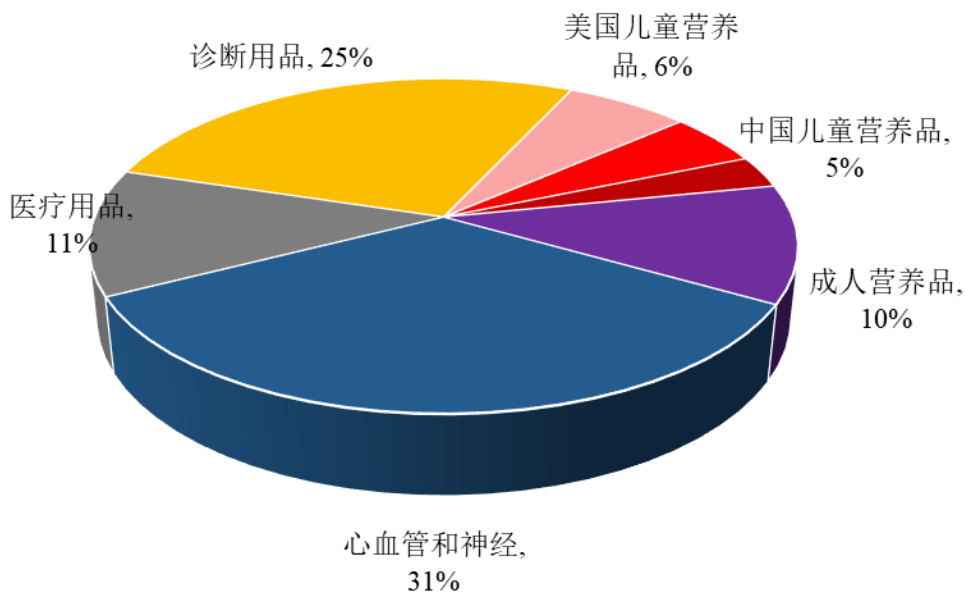
图表：雅培奶粉发展历程及在中国的业务



资料来源：雅培官网，similac官网，百度百科，方正证券研究所

雅培四大业务从大到小分别为：心血管和神经、诊断、营养品、医疗用品。
营养品业务在集团收入占比为24%，中国儿童营养业务占集团收入仅为5%。营养品增长低于集团整体
分市场来看，集团在发达市场占比较高：美国、德国、荷兰、瑞士合计占比近一半，中国收入占比8%。

图表：雅培集团分业务收入占比（2018年）



图表：雅培集团分业务收入及增速（亿美元）

亿美元	2017年	2018年	YoY
一、医疗用品	43	34	-22%
二、营养品	69	72	4%
1. 儿童营养品	39	41	5%
美国	18	18	4%
中国	13	14	8%
其他海外国家	8	9	5%
2. 成人营养品	30	31	3%
三、诊断用品	56	75	33%
四、心血管和神经	89	94	6%
合计	274	306	12%

资料来源：雅培财报，方正证券研究所

雅培坚持“聚焦、加速”的发展理念

- (1) 聚焦Focus: 集团在每个地区开展新业务，目标是要成为当地市场的TOP2
- (2) 加速成长Accelerate: 积极观察全球机会，把握新市场机遇。2018年50%收入增长来自新业务

雅培奶粉在中国市占率正在下滑，儿童营养品的增长主要来自益生菌。未来集团在中国区战略或将是重点导入医疗、诊断等业务，不排除将中国奶粉业务进行重大调整的可能。

图表：雅培集团增长战略“聚焦、加速”



雅培作为药企，在配方研发、创新上优势突出，定位定价位于第一梯队，尤其是在特殊配方上竞争力较强
目前雅培在中国主推的系列包括：超高端系列“菁挚Eleva”、高端系列“Similac恩美丽”

(1) 菁挚Eleva：包括3个系列，分别是绿罐（丹麦）、蓝罐（爱尔兰）、呵护（西班牙）

(2) Similac恩美丽：包括铂优、经典等系列，主打不同的功能

渠道建设方面，重点投放电商渠道，尤其是和天猫、苏宁、网易考拉、京东等平台合作

图表：雅培配方奶粉两大系列Similac恩美丽和Eleva菁致

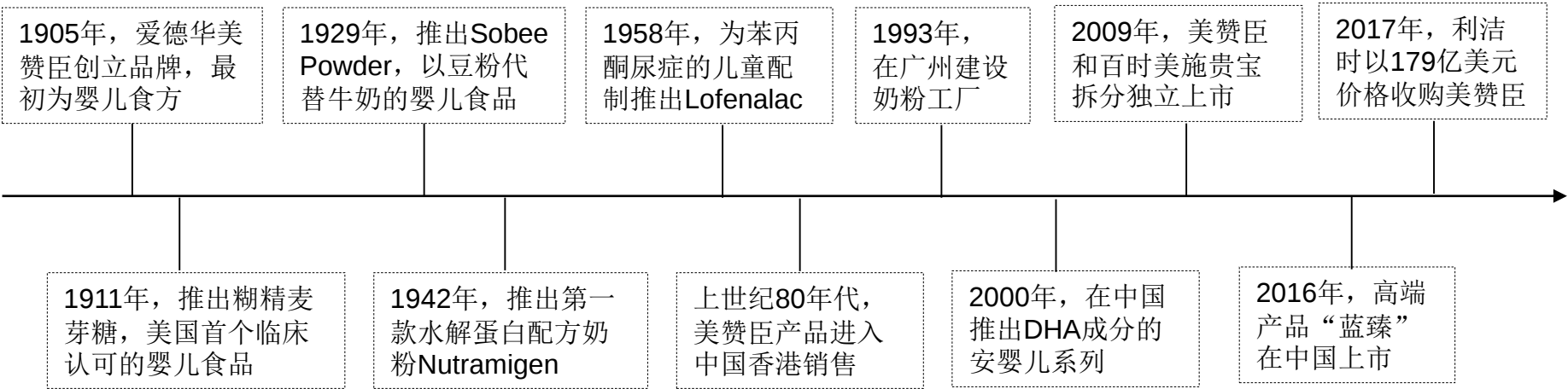
超高端系列  — 欧洲原罐进口 — 欧洲原罐进口 强大宝宝感知力	 菁挚(有机)	 菁挚纯净(蓝罐)	 菁挚呵护		
高端系列  双重倍护 好肠道 好体质	 雅培铂优恩美丽	 雅培经典恩美丽	 雅培金装喜康素	 雅培喜康力	 雅培双贝吸

美赞臣(Mead Johnson)是个美国最主流的配方奶粉品牌之一，该品牌历史悠久，在上世纪先后研发了水解蛋白奶粉，植物蛋白奶粉，针对苯丙酮尿症的配方粉等产品。原为跨国制药集团Bristol-Myers Squibb（百时美施贵宝）的兄弟企业。

美赞臣最早在香港热销，早在1993年就在广州设工厂，2000年在中国推出DHA成分的“安婴儿Enfamil A+”，2016年上线主打乳脂球膜、乳铁蛋白等高端成分的明星产品“蓝臻”。

2017年，杜蕾斯母公司利洁时(Reckitt Benkiser, RB)以179亿美元的价格收购美赞臣，公司股票退市。

图表：美赞臣的品牌历史及中国发展历程



资料来源：美赞臣官网，方正证券研究所

利洁时集团（Reckitt & Benckiser）起源于英国，由两家集团合并而成，其中Benckiser化学公司发源于1823年，Reckitt 诞生于1840年，1999年两家公司合并，公司股票1888年在伦交所上市。集团业务专注于家庭卫生和健康领域，进行全球品牌的收购和运营，在渠道、营销方面协同效应强。

利洁时集团旗下拥有约20个全球化品牌，其中很多来自在新市场收购的领导品牌，利洁时早在1995年进入中国市场，将其品牌带入中国，并在2012年收购中国本土品牌慢严舒柠母公司桂龙药业。

图表：利洁时集团旗下品牌（部分）	
健康业务Health	家庭卫生 Home Hygiene
Airborne（泡腾片） Gaviscon（胃药） MegaRed（磷虾油） Nurofen（退烧药）	Scholl（足部护理） Strepsils（利吮糖） Mucinex（止咳药） Clearasil（祛痘膏）
	薇婷Veet 杜蕾斯Durex 滴露Dettol 亮碟Finish
	来苏尔Lysol Cillit Bang 安悦嘉Air Wick 渍无踪Vanish



资料来源：利洁时官网，美赞臣官网，方正证券研究所

MJN进入中国后最早布局的是香港，彼时大量大陆消费者前往香港购买奶粉。2016年以后人民币贬值等因素，MJN在香港地区增长停滞，而电商上的布局比其他进口品牌较晚。

利洁时收购美赞臣后进行了三大战略改革：

- （1）解决产能问题，恢复荷兰工厂同时，收购澳大利亚工厂以满足中国区的需求。
- （2）加码电商，2018年MJN中国收入中，线上收入占比从15%提升到25%。中国区电商业务的人数从2017年的300人增加到2019年的1000余人。
- （3）产品线调整，注册制后进行品牌的升级和重塑，主推超高端系列蓝臻。2018年上线了针对MBS的超高端草饲系列产品。

图表：美赞臣在中国的奶粉产品线



资料来源：美赞臣官网，利洁时年报，方正证券研究所

美素佳儿Friso是目前第五大进口奶粉品牌，隶属于1871年创立的乳制品合作社荷兰皇家菲仕兰集团Friesland Campina。合作社下联合了1.2万个养殖场，1.8万个奶农，奶农作为股东成立合资公司持有集团所有控股。2018年的牛乳产能达到104亿公斤。由于供给巨大产品线丰富，销路遍布100多个国家。

由于全球范围原乳供给过剩、需求饱和，所以集团当前正在执行两大战略调整：（1）收缩产量，同时开拓新市场；（2）提升商业化能力，强化奶酪等高附加值产品的开发。

集团2018年将七大部门精简为四大部门，分别为基本乳产品、特殊营养品、原料乳、奶酪等加工品

图表：荷兰皇家菲仕兰集团的品牌矩阵

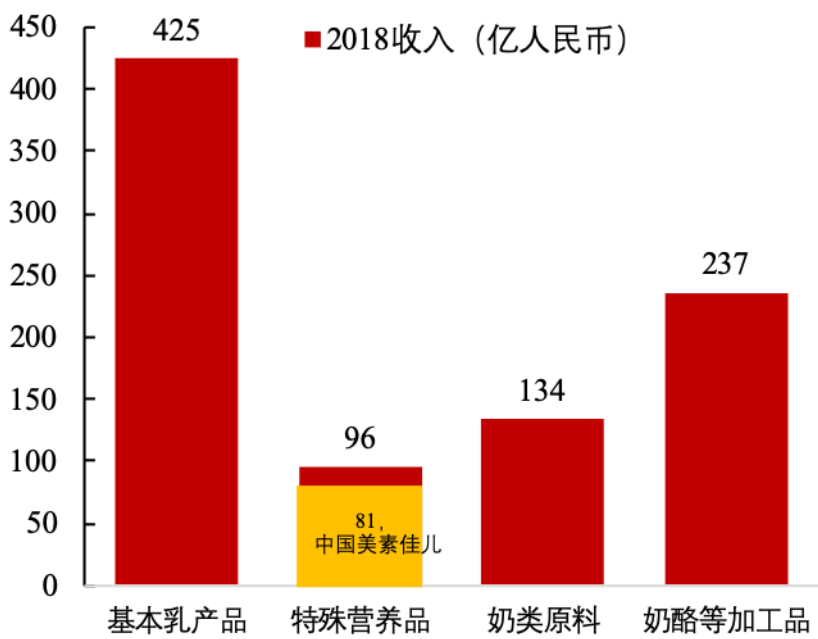


资料来源：荷兰皇家菲仕兰年报，方正证券研究所

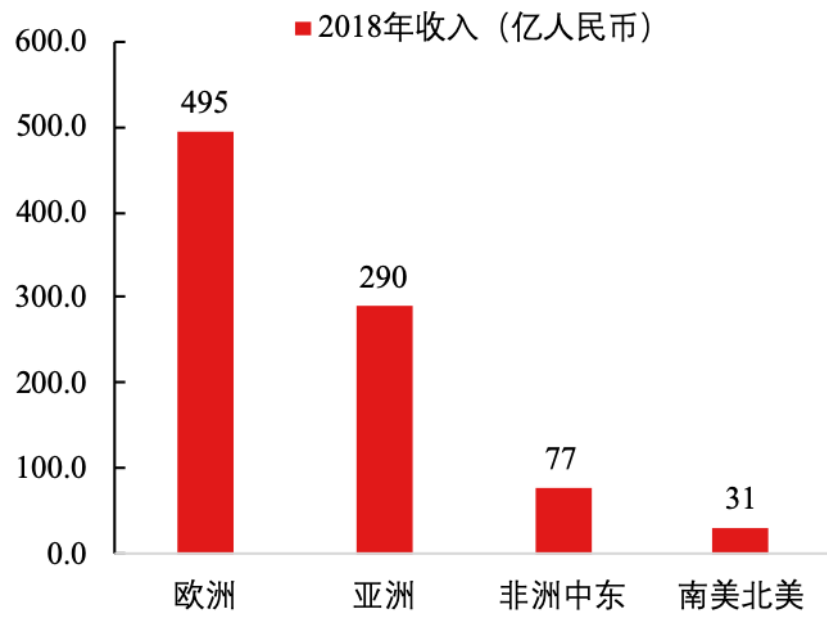
婴幼儿配方奶粉在集团中属于“特殊营养品”业务，2018年该部门总收入为96亿人民币，中国区美素佳儿品牌贡献约80亿元销售额。

美素佳儿早在上世纪90年代进入中国，2015年设立菲仕兰中国分公司，2016年和辉山乳业成立了合资工厂生产中端副品牌“子母”。集团的战略重心仍然是解决产能过剩问题，奶粉业务的产品创新、品牌打造方面相对逊色，未来奶粉业务将积极拓展墨西哥、东南亚等新市场。

图表：荷兰皇家集团四大业务收入



图表：荷兰皇家集团分地区收入



资料来源：荷兰皇家集团财报，方正证券研究所

第二类企业：澳洲新锐网红品牌

以A2、贝拉米、BUBS为代表的创新概念领导品牌



2013年以来，电商、海淘等新渠道兴起，一批澳大利亚、新西兰新锐奶粉品牌打开中国市场，并快速走红。其中的三大代表品牌包括贝拉米、A2、BUBS。

1. 新锐品牌以“有机、A2”等概念创新为亮点，但创新壁垒低易被快速模仿

贝拉米主打有机概念，生产过程无化肥、无杀虫剂、无抗生素。A2产品的创新是通过基因筛选技术甄选乳牛，从而解决A1酪蛋白过敏的症状，BUBS主打羊奶粉。上述品牌抓住了中国的渠道红利，主要通过电商和海淘渠道布局中国市场，在一线城市快速走红，业绩快速增长。

由于产品创新的壁垒低，网红品牌的概念已经被大量竞争对手模仿。目前绝大多数头部品牌都已经推出了有机奶粉系列，代表产品包括惠氏启赋蕴淳、雅培菁智、飞鹤臻稚有机、伊利金领冠塞纳姆、合生元爱斯时光、澳优悠蓝等；2018年部分品牌开始推出A2奶粉，包括惠氏、君乐宝等。

2. 普遍采用代工生产模式，注册制实施后，入华门槛大幅提高，供应链波动风险较大

在注册制实施后，外资品牌在华销售同样需要经过注册制审核，通过注册制审核的工厂成为重要资源。而澳洲网红品牌多采用代工生产模式，因此在供应链上自主能力相对较弱。

（1）贝拉米的早期奶粉代工厂为恒天然旗下Tatura，该工厂被美赞臣全资收购后，终止为贝拉米代工，后续全资收购的Camperdown工厂最终在2019年获得审批；2019年末贝拉米被蒙牛收购。

（2）A2在中国市场销售的奶粉主要由Synlait代工，该工厂是新西兰独立乳制品加工厂，控股股东为光明集团，A2对其持股比例增加到17.4%。

贝拉米是澳大利亚有机食品品牌，为0-3岁婴幼儿提供40多种有机产品，包括饼干、米糊、零食、乳类饮料等。在澳洲本土，产品超市、连锁药房（Coles's、Woolworths、Chemist Warehouse等）销售。

贝拉米是较早主打“有机”概念的品牌，拥有澳大利亚有机认证机构NASAA、中国有机认证机构CNCA的认证。其产品优势在于全天然的生产过程。

图表：贝拉米有机配方奶粉的优势



图表：贝拉米的婴幼儿食品产品



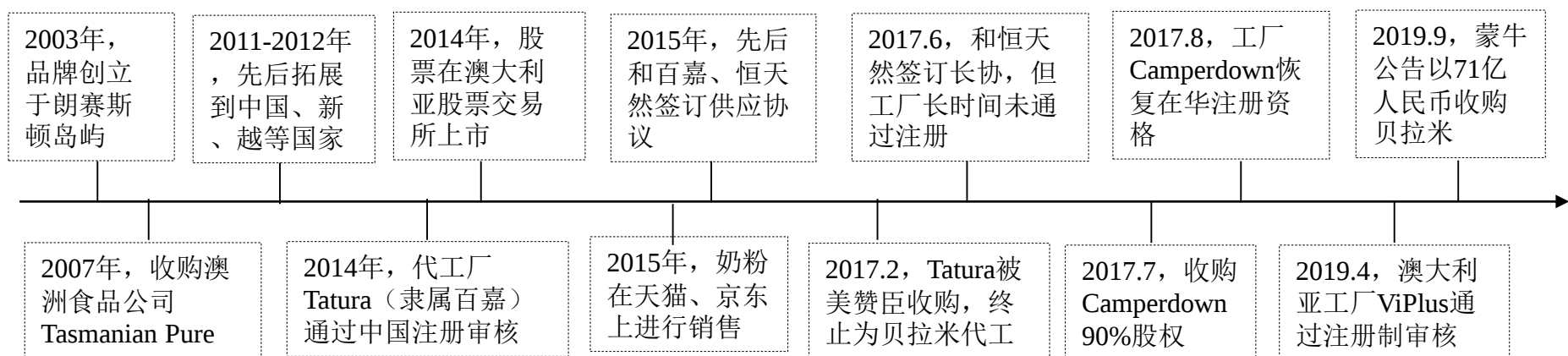
资料来源：贝拉米官网，贝拉米年报，方正证券研究所

贝拉米早期主要经营辅食，婴幼儿配方奶粉产品最早通过海淘、进口等渠道进入中国，直到2014年，奶粉代工厂Tatura通过中国注册审核，才正式在中国的官方渠道销售奶粉，并且主要通过电商渠道。

由于贝拉米的奶粉是代工模式，所以注册制实施后供应链问题呈现。早期代工厂为恒天然工厂Darun（未通过审核），后收购了Camperdown大部分股权（直到2019年通过注册制审核）。唯一较早通过注册审核的代工厂是Tatura，但该工厂被美赞臣收购，在2017年终止对贝拉米生产奶粉。

2019年，蒙牛公告以71亿元人民币的价格收购贝拉米。高价收购一方面是品牌价值的体现，此外反映了在注册制实施的大背景下，海外工厂的准入门槛提高，通过审核的加工厂成为行业竞争的核心要素。

图表：贝拉米配方奶粉在中国的发展状况（代工厂梳理）

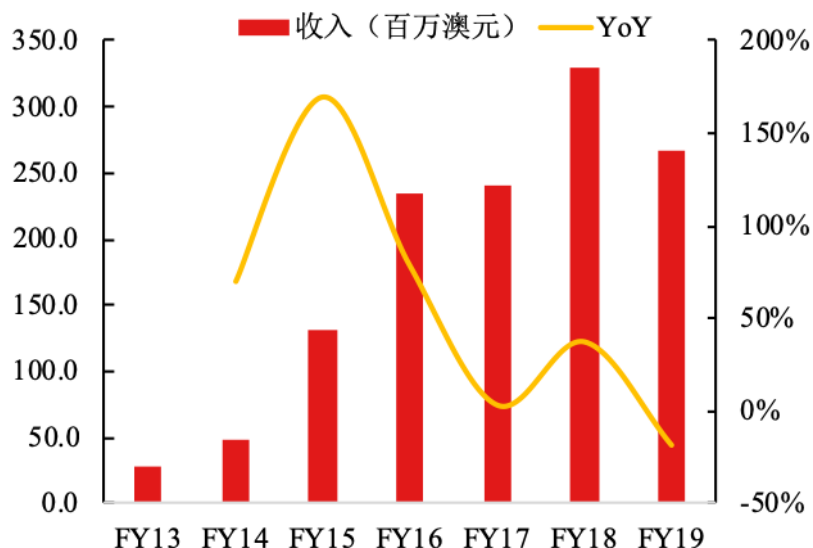


资料来源：贝拉米官网，贝拉米年报，方正证券研究所

贝拉米进入中国销售奶粉后，业绩高速增长。2016财年收入约RMB 11.4亿（YoY+78%），EBITDA利润RMB 2.7亿（同比翻4倍），市值最高时达到约79亿人民币，对应2016财年EBITDA倍数约42x+，PS约6.6x。得益于中国市场的增长。公司在中国入驻了2000多家门店，重点仍投放主流电商渠道。

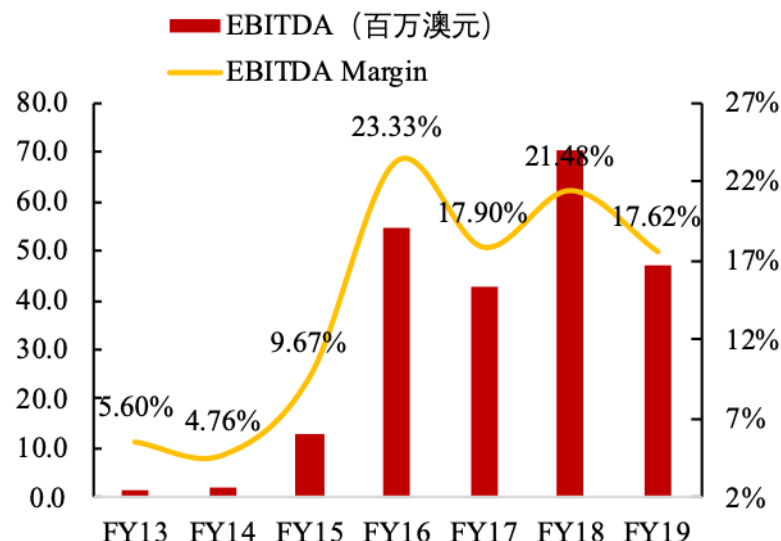
2017年后供应链问题频发导致业绩下滑，2019财年收入约RMB 13亿元（YoY-19%），EBITDA利润约RMB 2.3亿元（YoY -34%），市值下滑到约RMB 40亿，对应2019财年EBITDA倍数18x，PS约3.1x

图表：贝拉米收入及增速



资料来源：贝拉米年报，方正证券研究所

图表：贝拉米EBITDA及增速



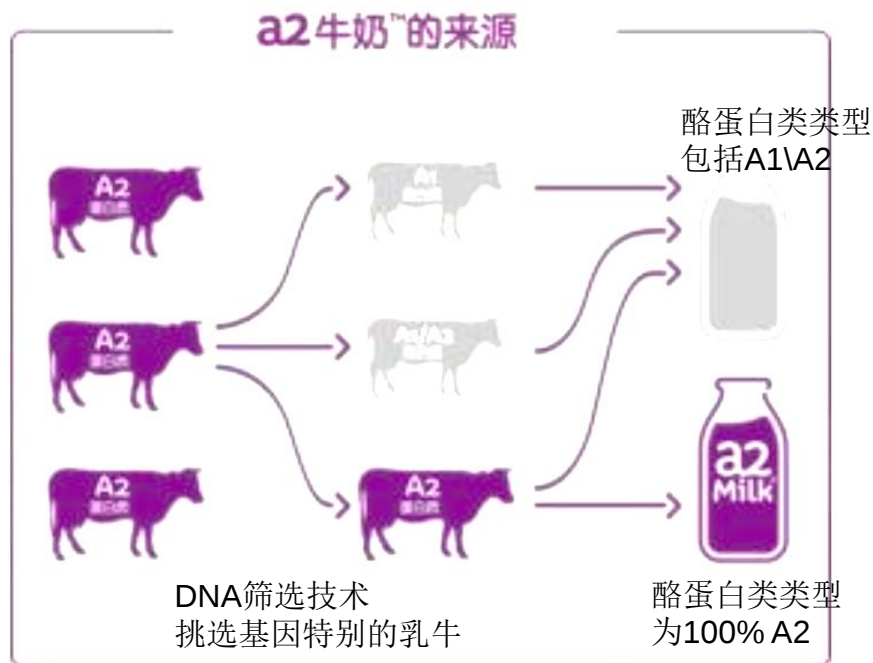
A2是新西兰的新锐乳制品品牌，最初在新西兰、澳大利亚销售鲜牛乳，2010年Babidge出任CEO后，公司进入腾飞阶段。产品线快速拓展，先后拓展了鲜奶、酸奶、奶粉等产品，2013年配方奶粉上线，2015年进入中国，并随后打开了欧洲、美国市场。

A2的成功首先得益于提出A2 β 酪蛋白技术：牛乳中的蛋白以酪蛋白为主，分为A1、A2两种，其中A1型是一种致敏原，而酪蛋白为100%A2型的牛乳能降低过敏概率。A2公司通过DNA选测技术筛选出只生产A2酪蛋白的奶牛，并垄断珍惜奶牛资源。产品坚持定位超高端。

图表：A2奶粉公司产品系列



图表：A2牛奶的生产原理



在2010年Babidge接任CEO后，A2在全球化运营上取得巨大突破，尤其在中国市场取得了巨大成绩。

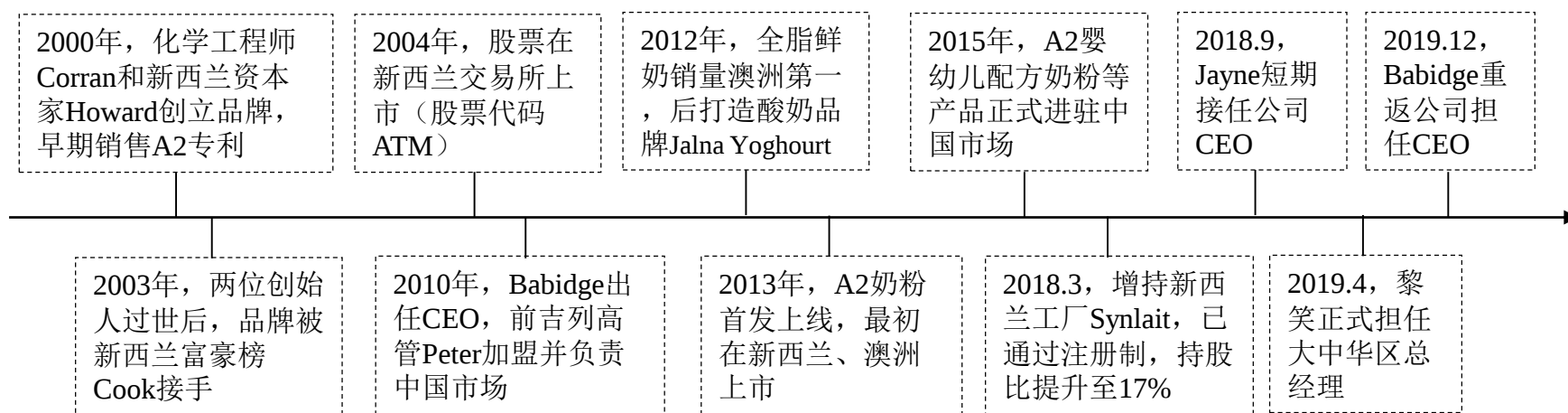
供应链方面，A2也采用代工模式：

- （1）恒天然：2018年恒天然获得A2在澳洲、东南亚等市场的独家供给权，用A2技术筛选其奶牛；
- （2）中国奶粉的供给来自Synlait，该工厂已通过注册制审核。为新西兰前五大乳制品加工厂，A2对其持股比例17.4%，该工厂控股股东为光明，同时为新希望、纽瑞滋品牌代工

在中国的渠道以电商为主，同时线下渠道投入充分，管理能力出色：A2在中国MBS渠道上的投入充分。品牌坚持定位超高端，保证渠道环节有较高的利润，同时在价格、货品管控上较为严格。

- （1）在澳大利亚、新西兰市场：重点拓展连锁药房，在主流的6个药方中都占据较好的陈列位；
- （2）在中国：重点拓展母婴店，2018年中已进驻1.64万家MBS。
- （3）在美国：截至2018年中的线下网点超过1.3万家（+118%）

图表：A2的全球化历程及高管团队



A2在2017年进入中国后业绩和股价表现最好

2017财年收入为24.8亿（+56%），税后利润 4.1亿（+198%），中国区收入4.0亿（+133%），税后利润1.5亿元（+258%），**2017年末市值400亿，对应2017年静态市盈率达到45x**。2019财年总收入59亿（YoY+41%）、税后利润13亿（YoY+47%），当前静态市盈率约30x PE。（以上单位均RMB）

图表：A2核心财务数据

单位：百万人民币	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	YoY
总收入	499	699	1592	2480	4165	5889	41%
税后利润	0	-9	137	409	884	1299	47%
澳大利亚及新西兰	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	YoY
收入	483	673	1338	1985	2965	3805	28%
婴幼儿配方奶粉					2178	2948	35%
EBITDA	20	26	382	701	1184	1753	48%
Margin	4.2%	3.8%	28.6%	35.3%	39.9%	46.1%	
中国其亚洲其他地区	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	YoY
收入	12	18	172	401	1055	1832	74%
婴幼儿配方奶粉					1023	1775	73%
EBITDA	-8	8	41	148	367	559	52%
Margin	-64.7%	43.9%	24.0%	36.8%	34.8%	30.5%	

资料来源：A2年报，方正证券研究所

澳大利亚品牌Bubs创立于2007年，生产婴幼儿食品，早期主要经营辅食，随后推出了山羊奶、有机婴幼儿配方奶粉产品。2017年公司股票上市（ASX: BUBS）。

奶粉供应链：

- （1）自有工厂：2019年4月全资收购Deloraine，该工厂已通过中国注册制审核。
- （2）代工厂：2017年11月，收购了澳大利亚最大的山羊奶生产商Nulac Foods并获得旗下的羊奶粉品牌Caprilac以及高端牛乳品牌Coach House Dairy，Caprilac的同名工厂已通过中国注册制审核。

图表：BUBS主要产品



成人羊奶粉Caprilac



婴幼儿配方羊奶粉Bubs



有机辅食



有机草饲配方奶粉Bubs

图表：BUBS供应链

山羊乳供应：2017年收购Nulac Food，为澳大利亚大型山羊乳供应商，根据FY2019财报，奶山羊养殖总数2万头，羊奶年产量2000万吨。

加工厂：

Deloraine：2019年1月注册获得延期，生产面向中国市场的婴幼儿配方羊奶粉、有机配方奶粉，工厂年产能1000罐

Caprilac：2019年1月获得注册延期，其生产的成人羊奶粉在澳大利亚连锁药房、中国电商渠道、线下门店等销售。

渠道策略:

(1) 澳大利亚: 进驻连锁药Chemist Warehouse, 截至2019年中, 已经进驻450家门店, 上线30多个产品。在澳洲药房铺货是同时也是助推中国市场重要举措, Chemist Warehouse在天猫国际上开设旗舰店。

(2) 中国市场全渠道策略:

线上深度合作京东、阿里等电商平台, 同时在线上进行大量营销推广

线下主要铺设MBS渠道, 渠道主要合作方包括贝因美、孩子王、上海Brilite Nutritionals。

图表: BUBS产品的渠道推广情况 (截止2019M6)



图表: BUBS主要财务数据

亿RMB	FY2018	FY2019	YoY
收入	0.81	2.10	160%
—澳大利亚	0.67	1.71	153%
—中国	0.12	0.38	209%
销售所收现金	0.84	1.94	131%
经营性净现金流	(0.61)	(1.20)	-
成本	0.73	1.69	-
税前利润	(3.17)	(1.70)	-
毛利率	9.9%	19.6%	

备注: BUBS财年结束于6月30日

第三类企业：国产品牌

龙头加速崛起，供应链实力雄厚，品牌势能强化



飞鹤是国内最老牌的奶粉企业，早在2006年开始重资本投入供应链建设，打造了全产业链一体化的供应链，同时建设了强有力的渠道体系，近几年主推超高端，广宣和公关持续大力投放，2018年收入突破百亿，超越惠氏启赋成为第一大奶粉品牌，星飞帆已经具备明显的品牌势能。

图表：飞鹤发展历程

第一阶段（1962-2001年） 国企改革后，品牌独立创业	第二阶段（2002-2013年） 融资投入上游建设，私有化退市	第三阶段（2013-2019年） 全国化战略，成为第一大品牌
1962年，红光乳品成立，隶属于黑龙江农垦局，主要生产奶粉。	2002年，市场打开，收购拜泉农场。成立美国公司ADP在场外上市。	2013年，专注品牌力塑造，超高端收入占比达到40%。
1984年，红光乳厂扩产并更名赵光乳厂，同年注册了“飞鹤”品牌。	2006年，收购Numico在华工厂并战略决定投入供应链建设。	2014年，启动“过江进城”全国化战略，进攻华东、华南。
1993年，冷友斌担任赵光乳厂厂长	2007年,开启甘南牧场建设	2014年，3亿元收购 关山70%股权
1996年，农垦局整合了十多家乳企成立“完达山”品牌。	2008年，三聚氰胺事件后，被证明品质安全	2014年，提出100亿目标，并开始强化广宣投放力度。
2000年前后，黑龙江农垦局计划整合品牌，冷友斌等人以1000万元收购飞鹤，坚持独立发展。	2009年，在纽交所上市，同年引入红杉资本6300万美元投资	2015年，引入战投并提出“更适合中国宝宝体制”的广告语
2001年，冷友斌携品牌和部分员工，在克东县收购旧厂房进行改造，开始二次创业。	2010年，推出超高端星飞帆	2016年，启动加拿大工厂建设项目
	2010-2012年，和红杉对赌失败，向红杉退回6500万美元款项，2013年从美股退市。	

资料来源：飞鹤招股书，经济观察报，搜狐网，方正证券研究所

产品和功能创新，定位高端

- (1) 坚持主推超高端“星飞帆”，超高系列包括针织臻稚、加拿大金大略工厂有羊奶产能。
- (2) 积极布局高端线，利用品牌势能和渠道力参与竞争。

全产业链布局，供应链能力扎实：

飞鹤坚持全产业链投入模式，乳源来自黑龙江齐齐哈尔的牧场，自然资源优渥，同时生产制造水平先进。目前已有4个工厂12个系列通过注册制，产能，分别为黑龙江齐齐哈尔克东县、龙江县、甘南县工厂，吉林白城工厂，此外加拿大安大略工厂、泰州工厂预计将在2020年前后投产。

图表：飞鹤收入结构（亿元）

单位：亿元人民币	2016年	2017年	2018年
一、乳制品	37.2	58.9	97.5
1.婴幼儿配方奶粉	31.8	54.2	92.0
1) 高端	15.9	38.0	66.6
——超高端星飞帆	7.1	24.5	51.1
——超高端臻稚有机	0.0	0.5	3.6
——高端产品系列	8.7	12.9	11.9
2) 普通	15.9	16.2	25.4
2.其他乳制品	5.4	4.7	5.5
二、营养补充剂			6.4

资料来源：飞鹤招股书，京东商城，方正证券研究所

图表：飞鹤主推高端系列产品

	星飞帆 价格：526 RMB/KG 规格：300g/700g 一段：168元/300g；368元/700g 二段：115元/300g；264元/700g 三段：115元/300g；264元/700g 四段：188元/700g	乳源： 中国大陆 渠道： 全渠道 特色成分及功能： OPO结构脂，水解乳清蛋白 α-乳清蛋白，胺基酸。易于消化和吸收，改善睡眠情绪
	臻稚有机 价格：583 RMB/KG 规格：700g 一段：408元/700g 二段：325元/700g 三段：308元/700g	乳源： 中国大陆 渠道： 全渠道 特色成分及功能： 有机牧场，特别添加DHA、ω-3脂肪酸及ARA，助力大脑发育。
	臻爱倍护（高端） 价格：376 RMB/KG 规格：400g/900g 一段：338元/900g，123元/400g 二段：272元/900g，98元/400g 三段：274元/900g，90元/400g	乳源： 中国大陆 渠道： 全渠道 特色成分及功能： 强免疫：乳铁蛋白，α-乳清蛋白 胺基酸，益生菌。养护肠胃消化，改善睡眠和情绪，缓解肠绞痛等

品牌建设：飞鹤坚持超高端定位，2015年引入咨询机构，将广告语从“一贯好奶粉”改为“更适合中国宝宝体质”，邀请章子怡担任品牌代言人。同时在广宣投入、地面公关上持续大力投入，基于精细化的管理流程，保证广宣有较高的投入产出比，品牌势能不断能强化，定位定价已超越外资一线品牌。

渠道建设：飞鹤是渠道建设最为健全的企业。公司早期采用二级经销体系，随后改革为单层经销体系。2015年尤其注重强化在南方等市场的渠道建设，截至2018年末已拓展了9.2万个零售网点，全国经销商总数约1300家。飞鹤的渠道政策可延续性强，在经销商中信誉度高，基于信息化系统、完善的监控流程，保证了渠道动销情况高度透明。

图表：飞鹤渠道网络梳理

年份	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
一级经销商	450	450	450	490	600	600
终端零售店数	50,000	50,000	95,000	80,000	80,000	100,000

备注：2012年前二级经销体系，每个经销商发展1-2个代理商

年份	2016年	2017年	2018年
经销商	1,139	1,167	1,131
终端零售网点	58,000	67,000	92,000

备注：2016年以后为单层经销体系，此外2018有674个直供零售商

数据来源：飞鹤美股年报，港股招股书说明书，方正证券研究所

图表：飞鹤广告语

飞鹤奶粉
更适合中国宝宝体质

57年专为中国人研制 新鲜生牛乳制作·易吸收
一年超7000万罐被妈妈选择

一贯好奶粉 全程护航
飞鹤全产业链，全程呵护妈妈宝宝营养健康

湖南是国产奶粉品牌的聚集地，曾经孕育了南山、英氏等知名品牌，澳优是“奶粉湘军”中的代表，品牌由陈远荣（前南山高管），伍跃时（新大新集团总裁）、颜卫彬（时任隆平高科高管）共同创办。

澳优通过投资收购等方式，在全球优质乳源大国布局供应链。2018年引入中信资本，梳理搭建了现代化的企业组织架构。产品、品牌、渠道上各方面都具备出色的竞争实力。

图表：澳优发展历程的三大阶段		
第一阶段（2003-2009年） 品牌创立，快速发展	第二阶段（2010-2014年） 震荡调整，海外布局供应链	第三阶段（2015-2018年） 改革完成，腾飞增长
2003年，澳优品牌在长沙创立	2010年，将二级分销体系改为一级经销体系	2015年，管理团队重组完成，形成以品牌为事业部架构
2006年，与澳大利亚奶粉加工厂Tatura合作生产配方奶粉，以袋鼠妈妈”为广告词的“能力多”系列奶粉上市	2010年，和法国乳业集团索迪亚Sodiaal成立合资公司	2016年，和新西兰第二大乳企西部乳业成立合资公司建设PNL工厂
2008年，加快渠道扩张，能力多有机系列上市	2011年，以1600万欧元收购荷兰百年乳企海普凯诺Hyproca 51%股权，佳贝艾特羊奶粉上市	2017年，收购澳洲ADP工奶粉工厂及其自有品牌Ozfarm
2009年，澳优股票在香港上市	2011年，因财务造假停牌	2018年，完成对荷兰海普凯诺剩余49%股权收购
	2014.11，两名前高管将股权转让为晟德大药厂，后者成为第一大股东	2018.10，引入中信，形成多元股权结构

供应链：澳优早在2011年收购荷兰百年乳制品企业海普凯诺，随后投资澳洲、新西兰的优质工厂，目前旗下有6家工厂通过注册制审核，尤其是在羊奶等重要原料上具备一定的垄断优势。

四大主力品牌，定位鲜明，2015年集团进行架构改革，按品牌划分事业部进行运营激励

- (1) “佳贝艾特”，羊奶粉的全球领导品牌，定位高端市场
- (2) “海普凯诺”，定位高端，主打一二线市场
- (3) “美纳多”，定位中端，主打三四线市场
- (4) “能力多”，定位中端，主打二三线市场

图表：澳优品牌整理



图表：澳优奶粉加工厂

工厂地址	名称	品牌
长沙	智慧厂房	
	第一工厂	澳优爱优、美纳多、美优高
澳大利亚	ADP	珀淳、澳滋、淳璀
新西兰	Pure Nutrition Limited	美纳多
荷兰	Lypack Leeuwarden	佳贝艾特悦白、海普诺凯荷致、悠蓝
	Heerenveen Pluto B.V	佳贝艾特悠装、美优高、能立多
	Heerenveen Hector B.V	海普诺凯萃护、欧选、爱荷美
	Lyempf (Kampen)	
	Hyproca Dairy (Ommen)	

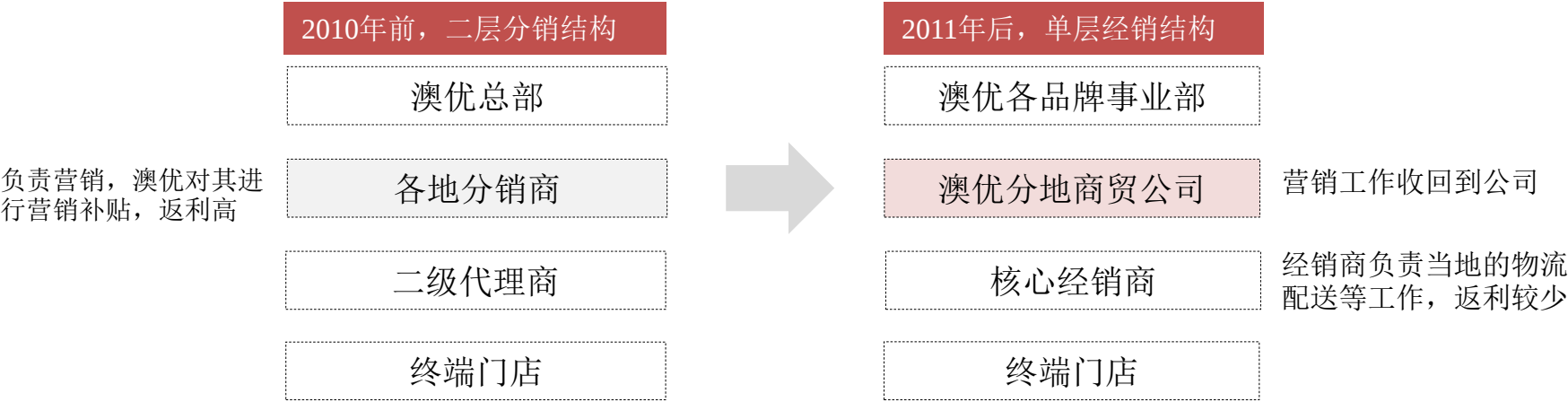
数据来源：澳优官网，澳优财报，方正证券研究所

对核心经销商进行深度管理。2011年，澳优开始将二级分销体系改为一级体系。将区域分销商的营销职能和补贴收回，改为公司的17家分工司完成。对公司后续几年的业绩，以及部分市场（北上广、成都）的市占率产生一定影响。

澳优的渠道建设较为扎实：

- （1）渠道政策可延续性强，管控力强，在经销商中有较好的信誉度。
- （2）佳贝艾特、海普凯诺等品牌特色鲜明，在当地的营销广宣投入充分。

目前澳优在全国零售网点数量4万个。从区域分布来看，澳优在南方市场，尤其湖南湖北较为强势。



贝因美2001年开始生产配方奶粉。三聚氰胺之后，贝因美是少数被证明质量安全的品牌，随后公司抓住机遇快速拓展了全国市场，2013年成为第一大国产奶粉品牌。高速增长期间贝因美投资建设工厂，并引入恒天然作为供应商。

2013年前后公司开始进行渠道改革，对品牌带来较大影响，业绩从2013年开始连续下滑并陷入亏损。2018年创始人谢宏回归担任CEO，公司重归增长轨道。

第一阶段 品牌创立并进入奶粉市场	第二阶段 上市后产能、渠道扩张	第三阶段 渠道调整，业绩下滑	第四阶段 创始人回归，改革
1992年，谢宏在杭州创立公司，最早生产米粉	2011年，公司在A股上市	2014年，开始调整渠道策略，和经销商成立合资公司	2018年，创始人谢宏回归公司担任CEO
1995年前后，成为第一米粉品牌，市占率达到70%	2012年，计划将黑龙江安达工厂产能从扩产到10万吨	2014年，将二级经销结构，删减为单层经销结构，同时经销商从约1000家减半	2018年7月，包秀飞担任贝因美总经理，此前担任惠氏、美素高管
2001年，开始生产奶粉，推出“更适合中国宝宝体质”广告语	2013年，计划5亿元建设安达奶业并引入了1200头奶牛	2016年，渠道危机集中爆发，“金装爱+”假奶粉事件，经销商杀价甩货	2018年，收入回归正增长，剥离达润工厂，重新梳理产品，调整职能架构
2008年，“三聚氰胺”事件后，被证明质量安全，收入快速增长	2014年，投资恒天然达润工厂51%股权，恒天然成为第二大股东	2017年，公司业绩连续5你四年下滑，净利润亏损10亿，发力婴幼儿食品等业务	

贝因美在**2011**年上市，上市时完成了全国销售网络建设，**6**个大区**26**个分公司，**3400**人的销售团队

- （1）经销商总数**2200**家，人口超过**30**万的县都配备了经销商+促销人员
- （2）覆盖终端门店数量达到**8**万家
- （3）深度铺货，产品占全优质陈列位，驻派导购员推动终端动销
- （4）敏锐发掘**MBS**渠道红利，**2012**年成立了婴童事业部，**2013**年推出**MBS**专供产品系列。以冠军宝贝为例，分别做三种包装，其中**1000g**为**MBS**渠道专供。

2011年创始人谢宏辞任董事长，高管变化频繁。**2013**年前后，电商、海淘等新渠道快速发展，贝因美在**2014**年前后开始渠道改革，经销商从约**1000**个减少到约**500**个。在渠道调整过程中，经销商受到较大影响影响了品牌的定位，公司业绩在**2013**年后连续下滑。

图表：全国6个营销大区 and 26家分公司（2010年）

浙江（杭州、宁波）

华东（上海、苏州、南京）

华南（广州、南昌、福州、长沙、深圳）

华西（广西、重庆、成都、贵阳、昆明）

华北（北京、沈阳、西安、长春、哈尔滨、兰州、新疆）

华中（合肥、济南、郑州、武汉）

注册制工厂储备丰富，整理产能提高利用率：

(1) 目前有6工厂、17个配方通过注册，累积产能超过30万吨。

(2) 2014年投资恒天然旗下工厂达润 51%股权，目前达润已归还转让给恒天然
按照工厂进行产品划分，梳理产品线

(1) 发展10亿级大单品，4大系列“爱加、绿爱、红爱、经典优选”以功能进行区分。

(2) 开创细分品类：如红爱补铁，粉爱促免疫，绿爱保护肠道，舒好敏抗过敏。

(3) 做大超高端，2018年合作，储备羊奶、有机等产品。

图表：贝因美通过注册制的6家工厂和配方

工厂名称	工厂地址	奶粉产能	产品名称
杭州贝因美	杭州钱江	6万吨	爱加、冠军宝贝、贝多灵
黑龙江贝因美	黑龙江安达市	5-10万吨	超冠宝、臻佑、童臻
北海贝因美	广西省北海市	2万吨	臻爱、恩美、童享
宜昌贝因美	湖北宜昌市	3万吨	经典优选、艾贝可、菁爱
吉林贝因美	吉林省敦化	6-10万吨	致越、美思雅、优睿
凯美瑞配料	爱尔兰	10万吨	绿爱、红爱

数据来源：贝因美招股书，方正证券研究所

图表：贝因美通过注册制的6家工厂和配方

	价格： 360 RMB/KG 规格： 800g为主 1段：288元/800g 2段：308元/800g 3段：308元/800g	乳源： 中国大陆 渠道： 全渠道 特色成分及功能： 1、天然防护盾：乳铁蛋白+核苷酸 2、筑炼内在抵抗力：乳铁蛋白+铁 3、肠道保护墙：乳铁蛋白+益生元
	价格： 448 RMB/KG 规格： 800g 1段：358元/800g 2段：358元/800g 3段：358元/800g	乳源： 爱尔兰 渠道： 全渠道 特色成分及功能： 五种核苷酸+GOS，营养吸收更加便利，爱尔兰奶源，全阶段不添加，爱尔兰Kerry工厂品质出品。
	价格： 460 RMB/KG 规格： 800g 1段：368元/800g 2段：368元/800g 3段：368元/800g	乳源： 爱尔兰 渠道： 全渠道 特色成分及功能： 特有铁护倍健TM配方，降低缺铁性贫血发生率；焦磷酸铁+乳铁蛋白+VC+叶酸改善铁营养状况。
	价格： 295 RMB/KG 规格： 908g为主 1段：268元/908g 2段：258元/908g 3段：248元/908g	乳源： 中国大陆 渠道： 全渠道 特色成分及功能： 创新T-comfortTM配方OPO，适度水解乳清蛋白，膳食纤维营养组合。

健合集团创立于1999年，创始人为罗飞先生。公司最早经营益生菌并积累了渠道基础。2008年三聚氰胺事件后，合生元通过“法国原装进口”的奶粉快速打开市场，2014年奶粉销售规模近40亿。

2013年后健合集团开启多元化战略，并整合海外品牌，包括保健品品牌Swisse。集团将业务划分为成人（ANC）、婴幼儿（BNC）两大板块。和利洁时集团类似，健合集团涉足的品类较为多元化，而在渠道、品宣等方面能够产生强协同效应。

图表：健合集团的发展历程		
第一阶段 品牌创立，益生菌单品打天下	第二阶段 进入奶粉市场，渠道和供应链投资	第三阶段 收购海外品牌，加快全球化步伐
1999年：罗飞先生创立公司，此前多年从事营养保健品行业	2008年，通过欧洲代工厂，以合生元为品牌经营奶粉，工厂包括丹麦Arla，法国蒙太古等	2015年：收购美国有机品牌Healthy Time并推出有机奶粉
2000年：“合生元”品牌正式成立	2013年：收购南山乳业在长沙工厂	2016年：完成对澳洲保健品牌Swisse的100%收购
2002年：和法国拉曼达成合作，用“合生元”品牌销售益生菌	2013年：入股法国ISM集团成为其第二大股东，并合资建设工厂生产婴幼儿配方	2016年，收购法国婴幼儿护理用品品牌Dodie（奶嘴奶瓶等）
2005年：合生元儿童益生菌冲剂”成长为儿童益生菌第一品牌	2013年：妈妈100发展独立电商	2018年：收购有机品牌Good Goût
2006年，在广州建设益生菌工厂	2015年：奶粉销售接近40亿	2018年，收购澳洲奶粉加工厂Farmland Dairy 100%股权，羊奶粉可贝思产品2019.11月上市
2007年：会员管理系统“妈妈100”对接到超两万个终端门店	2015年：妈妈100终止独立运营	2019年：收购英国护肤品牌Aurelia

数据来源：健合集团财报，北京商报，亿邦动力，方正证券研究所

供应链方面:

最早合作丹麦、法国的代工厂进行生产：2012年合作丹麦，2013年合作法国蒙太古；2013年，公司投资3.5亿元收购南山乳业的长沙加工厂。

2013年7月，投资法国ISM（Isigny Sainte Mère）成为其第二大股东，并在法国合资建厂

2018年，全资收购澳大利亚工厂Farmland Dairy，是一家通过注册制的羊奶粉加工厂

产品线：主品牌合生元，高端线有机、羊奶通过海外收购品牌运营

- （1）主品牌：合生元Biostime，包括贝塔星、派星、阿尔法星系列，法国ISM合资工厂生产
- （2）有机系列：爱斯时光Health Time，法国ISM合资工厂生产
- （3）羊奶粉：可贝思Cute Betty's，澳大利亚Farmland Dairy生产，2019年11月上线
- （4）中高端：素加Admil，包括健素加、满乐等系列

图表：集团通过注册制的工厂及产品

工厂名称	地址	产品系列
长沙素加营养品公司	湖南省长沙市	素加品牌Admil，洗脸包括素加满乐，原系列包括金素加，健素加，智素加等
Farmland Dairy	澳大利亚	可贝思（羊奶粉）
ISM合资工厂 Isigny Sainte Mère	法国，滨海伊西尼市	合生元贝塔星、派星、阿尔法星，原呵护、金装、超级金装 爱斯时光（有机）

图表：集团通过注册制的工厂及产品



可贝思
Cute Betty's
羊奶粉



素加
Admil
强化营养



合生元Biostime
阿尔法星、贝塔星、派星
原呵护、金装、超级金装



爱斯时光
Health Times
有机

2010-2015年是公司奶粉收入的高速增长期，线下渠道网点数也快速增长。

健合集团对渠道进行深度管理，网点数量在鼎盛时期不到4万家，但终端门店形成深度配合。合作店中设立会员专区，会员需在门店POS机录入信息，并开发了会员管理工具“妈妈100”。总部会员中心对数据进行深度利用，尤其是在“窗口时间”给予高效营销。同时也实现了渠道价格、货品的严格管控。

2014年“妈妈100”累积会员达180万，贡献85%收入。妈妈100曾尝试独立发展，后续回归到集团。目前健合集团强化线上广宣投入和品牌建设，同时将Swisse等品牌在线下渠道中进行推广。

图表：健合的渠道网络

时间	2010Q2	2011Q2	2012Q2	2013Q	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1
会员零售店	4716	6914	12258	16606	22314	37983	39169	37068	38489
母婴店	2972	4399	8321	11402	15173	26707	27759	26458	28115
商超	1572	2126	3336	4382	5462	6918	6270	5629	5634
药房	172	389	601	822	1679	4358	5140	4981	4740

图表：妈妈100会员服务平台



数据来源：健合集团财报，中国婴童网，方正证券研究所

圣元是最早的奶粉企业之一，2003年前后排名前五大国产品牌，培养了大量行业人才。2005年纳斯达克上市，2008年后开始进口乳源，2013年在法国自建大型工厂。公司在供应链上投入较为扎实，但品牌力相对逊色。注册制之后，圣元收购整合了大量国产乳企。

图表：圣元发展历程		
第一阶段 品牌创立，产业链投资	第二阶段 海外进口乳源，调整渠道结构	第三阶段 整合国内产能，加快品牌打造
1998年，张亮先生创办圣元，公司前身为澳内特，当时国内唯一的乳清蛋白贸易商。	2008年，开始从新西兰恒天然进口原料。	2015年，奶粉和食品业务合并
2001年，“优博”系列配方奶粉上市。	2010年，雌激素事件爆发，恒天乳源受质疑，导致终端销售受影响。	2016年，从法国索迪亚采购原料奶，不再从恒天然采购。
1999-2008年前后，圣元投资牧厂、加工厂投资。	2011年，针对母婴店的产品“我的天使”上市。	2016年，法国共产正式开始投产，原装优博上市。
2005年，收购名山乳业。	2013年，取得法国索迪亚乳业集团供应，并在法国建厂。	2018年，法国原装液态奶“优博布瑞弗尼”在微商上线
2005年，在纳斯达克上市。	2014年，基本完成了渠道切换，更多在母婴店销售。	2018-2019年，多次收购整合多家国产配方奶粉企业（河南、云南、湖北等），截止2019年末储备的通过注册的配方约40个
2008年，三聚氰胺事件后公司召回不合格商品，关闭河北、内蒙三家工厂。	2013年，收购上海本地婴幼儿奶粉品牌育婴博士。	

供应链能力

圣元早在1999年就开始投入全产业链建设，2008年三聚氰胺事件之后与新西兰恒天然合作，早期90%的乳源来自恒天然，2013年后合作法国索迪亚并在当地建厂生产。2018年注册制实施后，圣元系整合了配方奶粉企业（圣龙、金元、艾倍特、贝登、圣达牦牛）等，储备了较多的品牌。

产品线：

- (1) 奶粉以“优博” 为主品牌，按照功能、成分分为多个系列。
- (2) 奶粉品牌“我的宝贝”在2011年上市，主要针对线下母婴店。
- (3) 特殊配方奶粉，包括水解蛋白奶粉、氨基酸奶粉、苯丙酮尿症适用配方奶粉。
- (4) 其他品类：成人奶粉、羊奶粉、液态奶等产品

图表：圣元通过注册制的工厂和系列

工厂	地址	配方系列
圣元营养	山东青岛	圣特拉慕（羊奶粉）、优博盖诺安、优博金爱嘉
法国圣元	法国布列塔尼	优博剖蓓舒、优博瑞慕、优博
内蒙古蒙原	内蒙古	蜜蓓、融臻、诺惜儿
圣龙	湖北仙桃市	优聪、多护星、蜜星客
金元	河南	尚博、爱力聪、圣元
艾倍特	哈尔滨	启程、启越、启质
贝登	福建莆田市	荷慕、爱冠多、法兰贝尔
圣达牦牛	云南香格里拉	爱智多、爱益多

图表：圣元部分产品和品牌

优博



包括超高端线，特殊配方等

我的宝贝



多功能系列，主要面向MBS渠道

优莎蓓爱



羊奶粉

荷兰乳牛



液态奶和配方奶粉等

数据来源：食品药品监督管理局，圣元财报（纳斯达克），方正证券研究所

渠道建设：

圣元在早期快速发展期间，搭建了覆盖全国的二级经销体系。同时分销商、经销商也组建推广团队，深入到终端进行导购。

2008年后，奶粉的渠道格局快速变化，母婴店开始快速兴起，2010年圣元为母婴渠道开发专供产品“我的宝贝”，2012年前后从二级模式向单层模式切换。2013年收购上海育婴博士（获取其母婴店渠道起源）。

图表：圣元的渠道体系

渠道	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
一级分销商	388	420	480	540	580	650	550	550	310	290
二级经销商	800	1000	800	1000	1000	850	670	670	740	850
终端门店	46000	63,400	65000	71000	71000	67000	24000	24000	21000	24000
销售团队人数	1300	2100	3400	3300	3200	2700	1800	1800	1600	1580
推广人员	7,000	13000	16000	18000	18000	16000	8700	8700	7500	6100

数据来源：圣元财报（纳斯达克），方正证券研究所

伊利为目前国内最大的乳制品企业，2018年液体乳、奶粉、冷饮占比分别为83%、10%、6%，奶粉收入约80亿元，但单品牌相对规模较小。

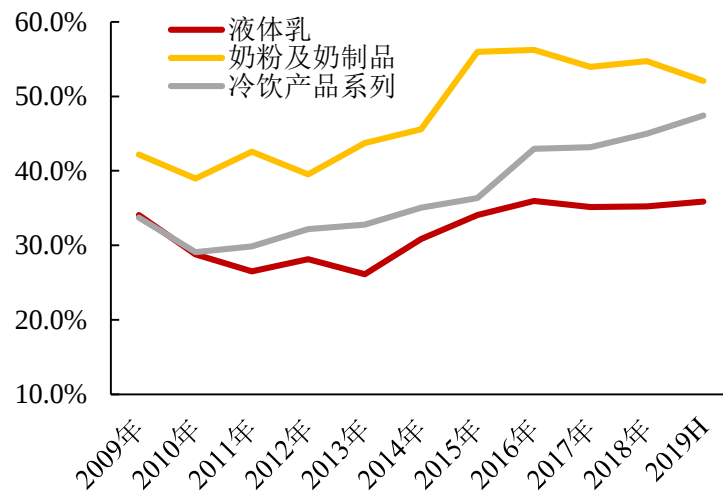
渠道方面：

伊利和龙头国产品牌的渠道策略基本一致，大约50%来自MBS渠道，通过线下经销商、渠道人员、第三方促销人员推动销售。渠道政策较为稳定，尤其行业价格战期间管理更为有序，奶粉的增长较为稳健。同时集团化运营具有较强的协同效应。

图表：伊利乳业分业务收入（亿元）

亿元	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业总收入	375	420	478	544	604	606	681	796
液体乳	269	323	371	424	472	495	558	657
奶粉	56	45	55	60	65	55	64	80
冷饮产品	42	43	42	43	41	42	46	50
其他业务	7	10	9	17	27	14	13	8

图表：分业务毛利率



品牌及产品

目前主力品牌为金领冠（包括经典、菁护、睿护、珍护系列），此外同名品牌伊利、沛能等系列亦有贡献。金领冠强调高端功能性成分，同时上线有机线“塞纳姆”“悠滋小羊”等。

全产业链投入模式，供应链能力强

目前有4个奶粉工厂，11个系列通过注册。奶粉主打新西兰乳源，2013年投资30亿元开始新西兰投资建设大洋洲乳业工厂，2019年以11.3亿元价格收购了新西兰第二大乳业合作社Westland 100%股权。

图表：伊利通过注册的奶粉加工厂

工厂名称	地址	奶粉 年产量	产品系列
天津伊利乳业	天津空港经济区		金领冠菁护、金领冠珍护、伊利沛能
内蒙古金海伊利	内蒙古呼和浩特	3万吨	金领冠、伊利倍冠、伊利
杜尔伯特伊利	黑龙江省杜尔伯特	4.5万吨	伊利赋能星、托菲尔、金领冠塞纳牧、金领冠悠滋小羊
大洋洲乳业	新西兰奥巴鲁	4.7万吨	培然、金领冠睿护

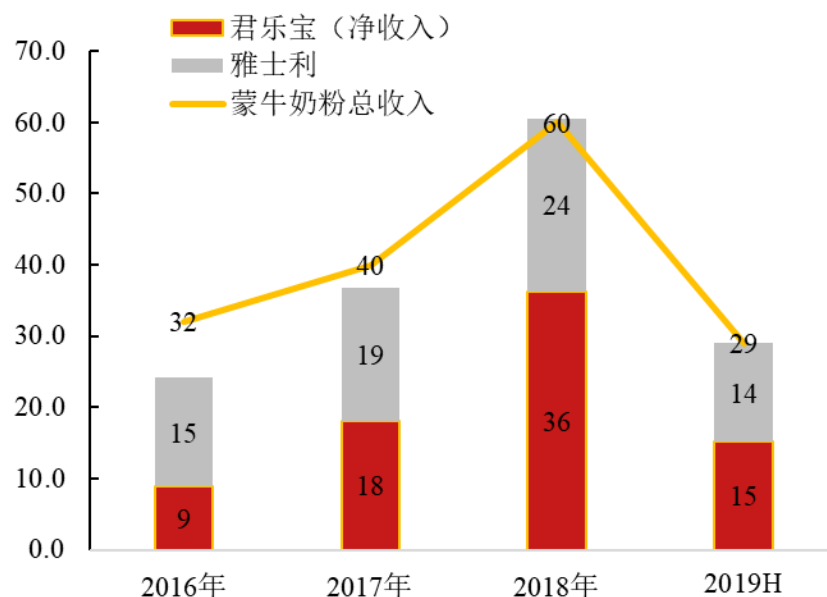
蒙牛是第二大乳制品集团，2018年集团总收入690亿元仅次于伊利。其中液态奶收入594亿元（占比86%），奶粉收入60亿元（占比9%）。2016-2017年奶粉分别亏损4.7亿元、2.6亿元，2018年奶粉实现扭亏。

蒙牛的奶粉业务主要来自收购品牌

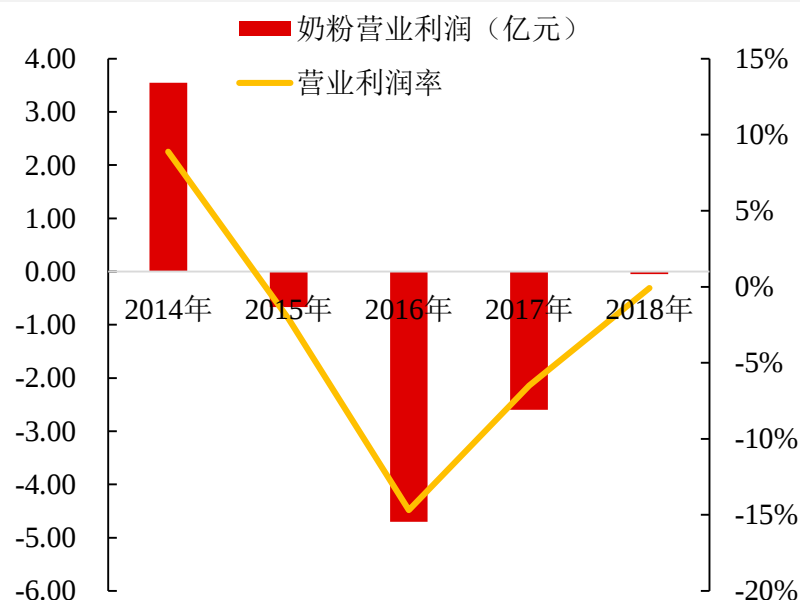
2018年：奶粉收入前主要来自雅士利（24亿元）、君乐宝（奶粉净收入36亿元，毛收入50亿）。

2019年：10月君乐宝从蒙牛中拆分独立，随后蒙牛以RMB 71亿收购澳洲品牌贝拉米，贝拉米收购的澳洲工厂Camperdown也是雅士利代工厂。

图表：蒙牛奶粉业务收入主要来自君乐宝、雅士利



图表：蒙牛奶粉业务利润及利润率



资料来源：蒙牛财报，官网，新京报，食品伙伴网，方正证券研究所

君乐宝是河北省的老牌乳制品企业，魏立华1995年创办企业，以酸奶、低温奶为拳头产品。三鹿、蒙牛等曾先后入股君乐宝，作为在酸奶品类的补充，但品牌始终保持独立运营。2014年在河北省的政策鼓励下开始生产配方奶粉，以“高质低价”的定位主推200元/罐以下的产品，奶粉销售额连续翻倍增长。2019年君乐宝从蒙牛正式拆分，或将筹备独立上市。

第一阶段 河北酸奶第一大品牌

1995年：魏立华在河北石家庄生产销售酸奶，随后成立君乐宝品牌

1999年，希望拓展酸奶的三鹿入股君乐宝，控股比例达到34%，但君乐宝仍独立运营

2000年后，君乐宝通过广告宣传、产品创新，拓展到河南、山东成为全国第三大酸奶品牌

2001年，先后开发了红枣、酸枣、草莓等风味系列酸奶

2008年：三聚氰胺事件爆发，三鹿破产，君乐宝从三鹿回购股权

第二阶段 省政策支持，开始生产奶粉

2009年：度过危机，成为华北第一，全国第四大酸奶品牌

2010年：蒙牛入股君乐宝51%股权，君乐宝仍保持独立运营

2014年，河北省出台《加快乳粉业发展实施意见》提出到2017年全市乳粉产能达8万吨。承诺对现有年产1万吨以上、改达到3万吨以上的乳粉企业省级补贴政策，此外市级再分别给予3000、5000万元奖励。

2014年：政策出台，君乐宝正式进军奶粉行业，在电商渠道上线130元/罐的产品，以及176元/罐的OPO奶粉，成为行业搅局者

第三阶段 奶粉三年50亿，从蒙牛独立

2015年，魏丽华、邓九强（蒙牛、现代牧业股东）联合创办“旗帜乳业”工厂，生产旗帜品牌配方奶粉

2016年，君乐宝奶粉相继进入香港、澳门销售。

2016年，奶粉销售额突破12亿元

2017年，奶粉销售额突破25亿元

2018年：奶粉销售额达到50亿元

2017-2018年，相继推出采用爱克林包装的“涨芝士啦”酸奶，以及低温奶纯享系列。

2019年：蒙牛以40亿元人民币出售君乐宝51%股权，君乐宝筹备独立上市

集团财务情况：

君乐宝集团为河北省最大乳制品企业，产品涵盖低温酸奶、婴幼儿奶粉、常温奶、鲜奶等。规模在国内排名第四（仅次于伊利、蒙牛、光明）。

奶粉业务连续三年翻倍增长，2018年奶粉销售额50亿元，销量4.6万吨，全年销售5200万罐，销量和惠氏、飞鹤相当。集团目标在2019年奶粉销售达到7500万罐，预计奶粉销售额75亿元。

供应链能力扎实

采用全产业链投入的模式，在国内共有17个工厂，10个牧场。2014年以来奶粉收入快速增长，公司同步产能扩张以满足需求。截止2019年末奶粉加工厂5个，分别为于石家庄（3家）、张家口、唐山市，合计年产能约达到15万吨。分别生产旗帜、乐纯、乐畅、乐臻、至臻等系列。

图表：君乐宝奶粉加工工厂（截至2019M11）

工厂名称	地址	奶粉年产量	系列
太行乳业	石家庄市	1.5万吨	乐纯、乐畅、乐臻
君源乳业	石家庄市	3.5万吨	乐铂、至臻、恬适
旗帜乳品	张家口市	6万吨	旗帜、益佳、帜亲
君恒乳业	石家庄市	2.2万吨	至臻
君昌乳业	唐山市	2.2万吨	2019年末投产

图表：君乐宝集团及奶粉财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
集团收入	65	80	102	130	
奶粉收入	7.2	12.3	25	50	预测约75亿
旗帜奶粉	-	-	-	20	
销量				5200万罐， 4.6万吨	目标7500万， 预测约6.6万吨
单罐均价				96元/罐	假设100元/罐 (考虑促销)

差异化的定位定价策略：在行业普遍定价在200-400元/罐的环境下，在线上推出130元左右的产品，随后以旗帜、至臻品牌，推出OPO、A2等中高端线，和竞品形成鲜明差异。

品宣及渠道策略：以“鲜活”为亮点，旗帜奶粉从挤奶到生产不到2小时。广宣投放力度大，包括高空广告、冠名赞助、港澳销售方式打造品牌势能。渠道以电商为主，2017年开始发展线下，在中部、北部市场畅销。

图表：君乐宝旗帜奶粉主打“鲜活”特色



资料来源：君乐宝官网，新京报，京东商城，方正证券研究所

图表：君乐宝代表产品系列

	旗帜 价格：289 RMB/KG 规格：400g/900g 1段：136元/400g；260元/900g 2段：136元/400g；260元/900g 3段：136元/400g；260元/900g	乳源：中国大陆 渠道：全渠道 特色成分及功能： 自有奶源牧场，新鲜成粉；OPO结构脂、DHA ARA、益生元组合，添加乳贴蛋白，强免疫
	旗帜益佳 价格：315 RMB/KG 规格：400g/800g 1段：126元/400g；252元/800g 2段：126元/400g；252元/800g 3段：126元/400g；252元/800g	乳源：中国大陆 渠道：全渠道 特色成分及功能： 特别添加活性益生元，助消化OPO结构脂、膳食纤维及多种维生素，满足日常健康所需。
	乐纯 价格：174 RMB/KG 规格：150g/800g 1段：29元/150g，139元/800g 2段：29元/150g，139元/800g 3段：29元/150g，139元/800g	乳源：中国大陆 渠道：全渠道 特色成分及功能： 提供150g小包装，保证新鲜较大儿童奶粉，不含棕榈油，OPO结构脂，益生菌，易消化
	乐臻 价格：360 RMB/KG 规格：150g/800g 1段：69元/150g，288元/800g 2段：69元/150g，288元/800g 3段：69元/150g，288元/800g	乳源：中国大陆 渠道：全渠道 特色成分及功能： 提供150g小包装，保证新鲜添加了OPO结构脂乳铁蛋白，强化免疫益生元（低聚半乳糖+低聚果糖）。

雅士利控股股东为蒙牛，二股东为达能。品牌最早诞生于1983年，由广州潮汕的张氏家族创办，2009年前，三鹿、圣元、雅士利为国内奶粉前三大品牌。三聚氰胺之后开始主打进口乳源产品，2013年在国家政策指导下奶粉行业整合，蒙牛、达能先后入股，并注入大量品牌和资产，调增期间业绩持续下滑。2017年后新管理层重新执行了一系列改革战略。目前雅士利是蒙牛集团奶粉业务的核心品牌。

第一阶段 张氏家族创立品牌	第二阶段 进口乳源，成为前三大品牌	第三阶段 蒙牛入股，整合资产
1983年，张利钿在潮州创办爱群食品厂，生产凉果等休闲食品	2009年，开始主打进口乳源奶粉，主要从澳洲、新西兰进口	2015年，蒙牛股东达能集团入股雅士利，成为第二大股东。
1995年，公司开始生产营养品，推出“正味麦片”	2009年，奶粉销售25亿元，净利润4亿元。国内前三大品牌，市占率7.6%，	2015年资产整合： （1）蒙牛以10.5亿元价格，将自有奶粉品牌“欧氏蒙牛”出售给雅士利， （2）达能以12.3亿元价格，将多美滋中国业务出售给雅士利。 （3）与蒙牛大股东丹麦Arla推出高端品牌“Baby&Me”
1996年，开始生产奶粉。	2009年，凯雷投资、复星投资入股雅士利	2017年，张平担任CEO并开始改革，品牌线重做全面梳理，建立以品牌为事业的组织架构。
1998年，张氏家族六兄弟等人，共同成立雅士利股份有限公司	2010年，股票成功在香港上市	2018年，基本实现扭亏并恢复增长。
2002年，在雅士利品牌的基础上推出“施恩”奶粉副品牌	2013年，蒙牛要约收购成为控股股东，创始人家族淡出。	
2008年，三聚氰胺事件爆发，施恩被指控为“假洋奶粉”，回收产品损失8亿元		

产品线：

2017年后雅士利基于产能梳理产品线，基于品牌重设事业部，完善激励机制。

超高端线有机品牌“瑞哺恩”；羊奶粉有品牌朵拉小羊、多美滋；雅士利强调基础营养。

渠道：2017年改革渠道策略，减少KA渠道的投放并删减冗杂的产品线，强化在低线、母婴店的投放

供应链：

(1) 乳源：背靠蒙牛、达能、丹麦Arla资源，海外乳源丰富。

(2) 国内外产能较大，在内蒙古、广州、陕西都有工厂，2015年在新西兰投资建厂，2019年蒙牛收购贝拉米获得其在新西兰工厂Camperdown Powder。在满足自有品牌生产需求同时，承接股东及其他品牌订单（多美滋等），以提高产能利用率。

图表：雅士利通过注册的工厂

工厂名称	工厂地址	奶粉产能	生产品牌
雅士利国际	广州潮州		雅士利 (亲儿适等)
Yashili New Zealand	新西兰奥克兰市	5.2万吨	菁珀、菁跃
欧世蒙牛	内蒙古 呼和浩特市	2万吨	蒙牛、瑞哺恩
Camperdown Powder	澳大利亚 维多利亚省	5.7万吨	朵拉小羊(羊)
雅士利乳业	山西朔州市	1万吨	美蕾兹、初颖 (羊)等
多美滋婴幼儿	上海自贸区	3万吨	致粹、多美滋 (羊)、铂优加

图表：雅士利品牌系列

朵拉小羊

宝贝与我

多美滋（羊）



雅士利（菁珀、菁跃、亲儿适等）

母婴行业的两大核心变化是：

- （1）生育率持续下滑，行业需求萎缩，品牌竞争加剧
- （2）上游奶粉品牌格局快速变化，尾部品牌快速出清；同时国产龙头品牌加速反扑。

投资推荐：

（1）在需求萎缩，品牌竞争加剧的大环境下，母婴行业最值得投资的是渠道，尤其是专业母婴零售店MBS（mother baby store），龙头MBS加快整合扩张，同时受益于品牌格局的变化，议价能力增强，利润率持续提升，重点推荐华东的母婴零售龙头爱婴室（603214.SH），关注孩子王。

（2）奶粉品牌方面，国产品牌崛起的趋势确立，龙头企业市占率快速反扑。虽然过往品牌排位频繁变动，龙头难以持续，但经过十多年的砥砺前行，龙头企业的供应链基础，企业治理能力已经赶超外资，同时国家出台多项政策，扶持国产企业收购整合海外乳源。品牌格局的快速变化带来投资机会，建议关注中国飞鹤（6186.HK）、澳优（1717.HK）、健合集团（1112.HK）、雅士利国际（1230.HK）。

（3）外资奶粉品牌的市场集中在一线城市，重点外资集团都在强化线上投入。关注相关的代运营公司的投资机会，建议关注安正时尚（603839.SH，收购的礼尚信息为多家外资乳粉品牌的代运营商），若羽臣（A17270.SZ，美赞臣等母婴品牌等代运营商）。

风险提示：

- 1、生育率下滑，需求萎缩，导致行业增速低于预期。
- 2、奶粉品牌和零售渠道的竞争程度加剧，或将导致行业价格战。
- 3、电商对传统零售渠道冲击加剧。
- 4、食品安全等潜在的危机事件，对全行业有潜在的重大影响。